

R.57.764

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
Departamento de Economía Financiera II (Contabilidad)

T
1797
I

Tesis Doctoral

D. JOSÉ RAMÍREZ RABANAL



Título:

**INTRODUCCIÓN A LAS OPERACIONES DE FUTUROS;
ANÁLISIS DE SU PROBLEMÁTICA CONTABLE Y PROPUESTA DE
NORMAS PARA SU CONTABILIZACIÓN.**

VOLUMEN I

Director de la Tesis Doctoral:

José Luis Sánchez Fernández-Valderrama

Madrid, curso 1998-1999

INDICEPáginas

AGRADECIMIENTOS	XI
-----------------------	----

TEMA ILA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

1.- INTRODUCCIÓN	1
2.- LOS FACTORES ECONÓMICOS DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN	8
3.- LOS NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS	12
3.1 Los instrumentos destinados a operaciones de financiación	13
3.1.1 Bonos a interés flotante	13
3.1.2 Bonos convertibles	16
3.1.3 Bonos internacionales	20
3.1.4 Las emisiones de títulos aseguradas (NIF's)	27
3.2 Instrumentos destinados a las operaciones a futuro	38

3.2.1 Swaps de divisas e intereses	39
3.2.2 Contratos a plazo de divisas	40
3.2.3 Contratos a plazo de tipos de interés (FRA's)	41
3.2.4 Opciones	41
3.2.5 Contratos a plazo negociados en mercados organizados	42

TEMA II

ANÁLISIS DE LAS DIFERENTES OPERACIONES A FUTURO

1.- INTRODUCCIÓN	43
2.- LAS OPERACIONES A FUTURO COMO INSTRUMENTOS DE COBERTURA: ESTRATEGIA	45
2.1. El concepto y cálculo de la volatilidad	49
3.- LOS DIFERENTES CONTRATOS A FUTUROS	58
3.1. Contratos sobre Bonos	58
3.2. Contratos sobre tipos de interés	66
3.2.1. Contratos FRA's	71
3.3. Contratos sobre índices bursátiles	79
3.4. Contratos sobre divisas	85

4.-	EL CONCEPTO DE BASE	91
5.-	MERCADOS DE CONTRATOS DE FUTUROS: EL MERCADO SIMPLE Y EL NORMALIZADO	100
5.1.	Introducción	100
5.2.	Diferencias entre mercado simple y normalizado	107
5.3.	Características del mercado normalizado	109
5.3.1.	Elementos intervinientes y liquidación de operaciones de operaciones	110
5.3.2.	El factor de conversión	119
6.-	OPCIONES	123
6.1.	Introducción	123
6.2.	Clases de opciones	126
6.3.	Precio de las opciones	128
6.3.1.	Valor intrínseco de la opción	140
6.4.	Estrategia con opciones	148
6.4.1.	Opciones sobre divisas	149
6.4.2.	Opciones sobre tipos de interés	155

TEMA III

PáginasCONTABILIZACIÓN DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS

1.- INTRODUCCIÓN	164
2.- RESUMEN DE LA NORMATIVA ACTUAL Y PROPUESTA DEL BORRADOR DEL I.C.A.C. EN RELACIÓN CON LOS PROBLEMAS BÁSICOS PLANTEADOS POR LA CONTABILIZACIÓN DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS.	173
2.1. En cuanto al registro contable del valor principal del contrato	173
2.2. En cuanto al reconocimiento de los resultados derivados de un contrato vigente al cierre del ejercicio	176
2.3. Comentario a las normas de contabilización propuestas por el Borrador del ICAC de Abril de 1995	183
2.3.1. En relación con la diferenciación entre operaciones genuinas y operaciones no genuinas	183
2.3.2. En relación con el tratamiento general de las diferencias de cotización en las operaciones no genuinas	187
2.3.3. En relación con el tratamiento de activos o pasivos financieros con rendimientos explícitos o implícitos asociados a una operación de cobertura no genuina	200
2.3.4. En relación con las operaciones no genuinas destinadas a cubrir el riesgo de tipo de cambio	203

2.3.5. En relación con las operaciones no genuinas destinadas a la cobertura de rendimientos derivados de activos cuyo criterio de contabilización sea su valor de mercado	207
2.3.6. En relación con aquellas operaciones en las cuales al cierre del ejercicio el elemento u operación cubierta se encuentra pendiente de registrar	210
2.3.7. En relación con el tratamiento de los gastos de transacción .	212
2.3.8. En relación con el tratamiento general de las diferencias de cotización en las operaciones genuinas.	214
 3.- LAS NUEVAS PROPUESTAS RELATIVAS A LA CONTABILIZACIÓN DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS BORRADORES DE LA FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD Y DE LA FEDERACIÓN DE EXPERTOS CONTABLES	
3.1. Propuestas del Borrador de la Financial Accounting Standard	219
3.2. Propuestas del Borrador de la Federación de Expertos Contables . .	229
 4.- ANÁLISIS DE LOS PROBLEMAS RELATIVOS AL RECONOCIMIENTO DE LOS RESULTADOS GENERADOS POR UNA OPERACIÓN DE FUTUROS VIGENTE AL CIERRE DEL EJERCICIO	
4.1. Introducción	238
4.2. El concepto de beneficio realizado	242

4.3.	Diferencia de criterio aplicado al reconocimiento de los resultados dependiendo de que la operación sea calificada de cobertura o especulativa.	245
4.3.1.	Efectos derivados de la aplicación del criterio de ajuste del valor de la operación cubierta.	248
4.3.1.1.	Cuando al cierre del ejercicio se produce la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento u operación cubierta y el contrato de futuros devenga beneficio (Escenario A).	257
4.3.1.2.	Cuando al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada por el elemento cubierto y por el contrario se produce una pérdida en el contrato de futuros (Escenario B).	299
4.3.2.	Efectos derivados de la aplicación de la regla de simetría . . .	337
4.3.2.1.	Cuando al cierre del ejercicio se produce la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento cubierto y el contrato de futuros devenga un beneficio. . . .	342

4.3.2.2.	Cuando al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada por el elemento cubierto y por su parte el contrato de futuros devenga una pérdida. . . .	352
4.4.	Contratos formalizados en cobertura de riesgos derivados de operaciones por realizar.	361
4.4.1.	Consecuencias derivadas de la aplicación del criterio de ajuste	365
4.4.1.1.	Cuando al cierre del ejercicio no hayan vencido ni la operación cubierta ni la operación de cobertura	365
4.4.1.2.	Cuando al cierre del ejercicio se haya materializado la operación cubierta y no haya vencido operación de cobertura	366
4.4.1.3.	Cuando al cierre del ejercicio haya vencido la operación de cobertura pero no la transacción cubierta	375
4.4.2.	Consecuencias derivadas de la aplicación del criterio de simetría	376
5.-	CONCLUSIONES	380
5.1	Efectos contables derivados de la aplicación del criterio de ajuste .	385
5.2	Efectos contables derivados de la aplicación del criterio de simetría	396

5.3	Dificultades para la aplicación de los criterios de ajuste o simetría .	399
5.4.	Bases de las propuestas realizadas	402
5.4.1.	En cuanto a la calificación de los contratos a futuro	402
5.4.2.	En cuanto al reconocimiento de los resultados devengados .	414
5.4.3.	Registro contable del valor del contrato en el sistema principal	416
6.-	PROPUESTA DE NORMAS CONTABLES APLICABLES A LOS CONTRATOS DE FUTUROS	418
6.1.	Definición general	418
6.2.	Contratos de aseguramiento	419
6.2.1.	Definición	419
6.2.2.	Registro en el sistema contable	420
6.2.3.	Normas de valoración	420
6.2.4.	Gastos y depósitos derivados del contrato	421
6.3.	Contratos de cobertura de riesgos	421
6.3.1.	Definición	421
6.3.2.	Registro en el sistema contable	422
6.3.3.	Normas de valoración	423
6.3.4.	Gastos y depósitos derivados del contrato	424

	<u>Páginas</u>
6.4. Contratos financieros	425
6.4.1. Definición	425
6.4.2. Registro contable	425
6.4.3. Normas de valoración	425
6.4.4. Gastos y depósitos derivados del contrato	426
7.- APLICACION DE LOS CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN PROPUESTOS	427
7.1 Contratos de aseguramiento	427
7.1.1. A la formalización del contrato	427
7.1.2. Al cierre del ejercicio	431
7.1.3. A la liquidación de la operación	436
7.2. Contratos de cobertura	443
7.2.1. A la formalización del contrato	444
7.2.2. A la liquidación del contrato	450
7.3. Contratos financieros a plazo	461
7.3.1. A la formalización del contrato	462
7.3.2. Al cierre del ejercicio	466
8.- PLAN DE CUENTAS	490
BIBLIOGRAFIA	492

AGRADECIMIENTOS

A Don José Rivero, ya que fue precisamente él quien me indicó la necesidad de aportar soluciones a los problemas contables planteados por los nuevos instrumentos financieros. También debo agradecerle, así como a los Profesores Carmen Norberto, María José Rivero y Antonio Prado, los conocimientos que me aportaron en los cursos de Doctorado y que permitieron un giro insospechado en mi trayectoria profesional.

A Don José Luis Sánchez Fernández-Valderrama, pionero en el estudio del tema tratado, cuyas indicaciones y orientaciones magistrales han hecho posible la realización de este trabajo. Estoy seguro que sin su ayuda no habría conseguido terminarlo.

A Mari Carmen, mi mujer, sobre todo por su paciencia por soportar sin reproches la cantidad enorme de horas que ha debido esperar hasta la finalización de este trabajo.

TEMA I

LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

1.- INTRODUCCIÓN

Las ideas expansionistas de la posguerra encaminadas a incrementar las relaciones comerciales internacionales iban a beneficiar fundamentalmente, y en un principio, a la economía de EE.UU. como país que, en los momentos de los acuerdos de Bretton Woods, se encontraba en las mejores condiciones de aprovechar sus recursos productivos lo cual determinará un período de auge que alcanza hasta los años 60 que dará lugar a un fuerte superávit de la balanza comercial que generará un elevado nivel de reservas que, por otra parte, motivará la salida de dólares al extranjero, principalmente en inversiones en países en desarrollo. El volumen de estas inversiones estadounidense en el exterior alcanzó en 1960 los 30.000 millones de dólares.

Ahora bien al no haberse producido aún en esas fechas los cambios tecnológicos que hubieran permitido un desplazamiento hacia arriba de las curvas de producción, este aumento sostenido de las cifras de ventas exteriores van a provocar una caída de las productividades marginales y por tanto de la eficiencia marginal del capital en inversiones productivas lo que va a provocar un desplazamiento de los recursos financieros desde los mercados de inversión a los mercados monetarios. Proceso de desplazamiento que, al igual que en el caso de las inversiones de capital en el extranjero, se vería acelerado con la crisis de los años 70 durante los cuales se llegó a invertir 1,30 dólares en operaciones financieras por cada dólar invertido en producción cuando anteriormente se venía invirtiendo 0,70 dólares en el mercado financiero por un dólar invertido en el sector productivo.

El alza de los precios en el mercado interior de EE.UU. que provoca esta situación unido al fortalecimiento del cambio del dólar, presionado por un exceso en su demanda derivada precisamente por el hecho de ser la moneda patrón, van a afectar a la competitividad de los precios de los productos exportables comenzando a invertirse el sentido de las operaciones de comercio exterior lo que va a dar lugar a la aparición en los 60 de los primeros déficit en la balanza comercial de EE.UU. Mientras tanto otros países, como Canadá, Japón y Alemania comienzan a acumular fuertes reservas en dólares como consecuencia de sus balanzas excedentarias respecto a su comercio con los EE.UU.

La persistencia del déficit comercial americano agravada por la aceleración de las inversiones estadounidenses en el extranjero que pasaron de los 30.000 millones de dólares de los años 60 a 78.000 en los años 70, irán agravando la situación de la balanza comercial de EE.UU.

Paradójicamente las medidas que el FMI había propugnado para frenar los déficit de las balanzas a través de una reducción de la demanda mediante la aplicación de medidas de ajuste restrictivas, eran políticamente inaplicables en los EE.UU. ya que no era posible aplicar políticas salariales o fiscales de carácter restrictivo en un país en el cual, la opinión pública, consideraba que una de las razones básicas de los problemas económicos eran consecuencia de la guerra del Vietnam con la que, por otra parte, nadie estaba de acuerdo.

Por su parte, las autoridades económicas estadounidenses diagnosticaron que el origen de los desequilibrios económicos se encontraba en un inadecuado control de las variables monetarias y en una insuficiente flexibilidad de los tipos de cambio. El remedio propuesto a todo ello era mantener la oferta monetaria en una tasa estable y coherente para mantener la estabilidad de los precios, tratar de equilibrar el presupuesto público y

conseguir la flexibilidad del dólar en los mercados de cambio. La aplicación de esta política monetaria daría como resultado:

1°. Se pasó de un ritmo de crecimiento de la oferta monetaria que estaba en un 7,5% a un 4,5% que se consideraba era una tasa compatible

2°. Se eliminó el fuerte déficit presupuestario.

3°. Se pusieron en marcha los Derechos Especiales de Giro que son títulos emitidos por el FMI el cual asignaba un cupo de suscripción a cada país miembro. El país en cuestión tenía la opción de adquirir estos DEG que podía, conservarlos como reservas o aplicarlos al pago de monedas de otros países. El valor del DEG se calcula mediante la ponderación del valor de las monedas y los cupos de suscripción asignados. La finalidad de estos títulos era la de crear un instrumento de pago internacional que sustituyera en parte al dólar con lo cual se pretendía relajar las tensiones monetarias que se provocaban sobre la moneda norteamericana debido a su carácter de moneda totalmente convertible. Posteriormente estos DEG sirvieron para desplazar la demanda que se produce sobre el oro como consecuencia de la devaluación del dólar.

4°. Las restricciones crediticias a las que darán lugar el control de la oferta monetaria van a provocar la expansión del mercado de los Eurodólares que ya se había iniciado en 1958. Los eurodólares son depósitos en dólares realizados fuera de los EE.UU. Estos depósitos se nutren de los excedentes de reservas de dólares existentes en aquellos países que mantenían una balanza comercial con superávit en relación con EE.UU. Los eurodólares vendrían a cubrir las demandas de préstamos en dólares para atender las transacciones bancarias internacionales. Es un mecanismo mediante el cual las grandes

multinacionales y bancos americanos podían obtener recursos financieros en dólares en el extranjero al margen de las limitaciones a la obtención de créditos que la política monetaria imponía en los EE.UU.

De cualquier manera la política monetaria no dio los resultados deseados que, en definitiva, era reducir el nivel de los precios interiores y el déficit exterior. Se produjo un estancamiento del producto nacional dando paso a una fase de recesión económica que elevó la tasa de paro hasta el 6%. El presupuesto público, que había sido equilibrado pasó a un déficit de 23.000 millones de dólares. Por otra parte, las presiones sobre el tipo de cambio del dólar, tampoco se había relajado. Ante esta situación Nixon decidió cambiar el sentido de la política monetaria volviendo a una tasa de crecimiento de la oferta monetaria del 7,5% cuyos efectos inflacionistas previsibles intentó contrarrestar mediante una política de contención de precios y de rentas. En cuanto al tipo de cambio del dólar intentó, en base a acuerdos políticos anteriores, forzar al mercado monetario internacional a una revaluación de las monedas respecto al dólar y proponía además determinar la inconvertibilidad del dólar. Para tratar de equilibrar la balanza comercial se impondría una tasa del 10% a las importaciones norteamericanas.

A pesar de todo ello, los países con superávits en sus balanzas no terminaban de revaluar sus monedas respecto al dólar. Por otra parte, los precios del mercado americano se resistían a la baja. En cuanto al alto nivel de precios en EE.UU. hay que señalar que esta tendencia alcista se debe fundamentalmente a la pérdida de productividad. Baste para corroborarlo que en el año 71 se había producido, tomando como base el año 65, un incremento de productividad en EE.UU. del 13% frente al 89% producido en el Japón. En el mismo período los precios de exportación de EE.UU. crecieron un 19% frente a un 14% en el Japón.

Este estado de cosas va a llevar finalmente a que en Diciembre de 1971 el dólar abandone la paridad con el oro en un 8% abriéndose una crisis alrededor del dólar que llevará inevitablemente a su devaluación en 1973 en un 10%, lo que provocará la pérdida de confianza en el dólar disparando los deseos de convertir esta moneda. Esto conllevará:

- un alza desmesurada del precio del oro que dará lugar a la creación del Pool del Oro, para controlar las ventas de metal, y al sistema del Gold Echange Standard mediante el cual se admitía como moneda internacional, además del oro, una divisa papel como el dólar o los derechos especiales de giro.
- la búsqueda de otras monedas refugio que se verán por ello sometidas a una presión que finalmente les obligará a la revaluación como fue el caso del marco y el yen.

A la crisis monetaria provocada por la devaluación del dólar que habría que generar fuertes convulsiones en los cambios de las monedas con tendencia a la revaluación con un efecto favorecedor de las importaciones y perjudicial para las exportaciones provocándose un aumento generalizado de los déficit de las balanzas comerciales, hay que añadir otras dos circunstancias que, con carácter aleatorio, se producen en el año 73 y que tienen una fuerte incidencia en los mercados económicos.

Se trata del alza de los productos primarios como consecuencia de la presión de la demanda de los países industrializados sobre la oferta rígida de estos productos, por otra parte mermada debido a las cosechas deficitarias que, por causas climáticas, se dan en esos años. La otra circunstancia es el aumento de los precios del petróleo acordados unilateralmente por los países productores. Un aumento de precios que se produce en una

proporción muchísimo mayor que lo que correspondería por la devaluación del dólar, moneda patrón en la que se cotiza el crudo. Dada la falta de elasticidad de la demanda respecto al precio en este producto y su fuerte propensión a consumirlo, derivada de la fuerte participación del petróleo en la actividad productiva, la subida va a tener un enorme efecto multiplicador que afectará al índice general de precios.

Así pues nos encontramos a primeros de los años 70 con una situación económica caracterizada por:

- Un dólar devaluado que va a provocar un desplazamiento de la demanda hacia otras monedas que tenderán a su revaluación y conllevará además fuertes pérdidas en el valor de las reservas existentes en dólares y un alza sostenida del precio del oro debido a la falta de confianza en la moneda patrón.
- La convulsión del mercado monetario, con tendencia a la revaluación, va a favorecer el volumen de las importaciones y perjudicar las exportaciones lo que fomentará la aparición generalizada de déficit de las balanzas comerciales. Unos déficit que se verán acelerados por el aumento de los precios del petróleo y de los productos primarios.
- La inestabilidad del mercado de cambios llevará al abandono del mantenimiento de las paridades fijas pasando a dejar que las cotizaciones de las monedas flotasen de acuerdo con la situación de los mercados de divisas pero permitiendo la intervención de los Bancos Centrales mediante la compra o venta de divisas cuando la flotación excediera de las bandas de cotización en un principio preestablecidas.

- Un proceso inflacionista generalizado derivado de los aumentos de coste de los productos que arrastrará a aumentos sucesivos de los salarios nominales que, al no respaldarse con los consiguientes aumentos de productividad, van a generar una espiral inflacionista que, a medio plazo, provocaran la contracción de la demanda global que afectarán finalmente a los niveles de empleo.

- Esta situación contradictoria, económicamente hablando, de bajo nivel de empleo en medio de un proceso inflacionista, llevará al crecimiento del Déficit Público ante la necesidad de los Gobiernos de afrontar los aumentos en el Gasto Público, que se derivan de las prestaciones de desempleo. Además, los Gobiernos deberán aumentar sus aportaciones para inversiones con el fin de evitar una caída brusca de las tasas de crecimiento como consecuencia de la crisis en el sector privado.

En resumen, nos encontramos en una situación generalizada de, inflación, déficit sostenidos de las balanzas comerciales, crecimientos en el déficit público e inestabilidad del mercado de cambios. Ahora bien, como luchar contra la inflación y la formación de los déficit comerciales aplicando las medidas de ajuste tradicionales encaminadas a reducir la demanda efectiva tales como la contención de las rentas cuando ya el salario nominal se encuentra fuertemente deteriorado por la inflación sin correr el riesgo de hacer caer a la demanda en una recesión aún más profunda. O bien, aplicar una política cambiaria de devaluación para frenar por encarecimiento las importaciones, sin que ello suponga una aceleración en el alza de los precios interiores. Como compensar el crecimiento del déficit público mediante un incremento de la presión fiscal en una economía que por el contrario lo que necesitaría para su reactivación es precisamente lo contrario.

La solución a estos problemas tendría que pasar necesariamente por la aplicación de políticas monetarias restrictivas con altos tipos de interés que habría de afectar:

En cuanto a la inflación, reduciendo la demanda interna a través de la contracción del volumen y del encarecimiento de los créditos.

En cuanto a los déficit exteriores, reduciendo la capacidad de financiación de las importaciones y alentando la entrada de capital extranjero por el incentivo que supone el alto tipo de interés.

Ahora bien, es evidente que las autoridades económicas no pueden mantener de forma sostenida políticas monetarias restrictivas que comportan de algún modo un cierto freno al crecimiento económico. Por ello, la dirección de estas políticas suele ser cambiante en el tiempo lo que viene a provocar la erraticidad de determinadas variables como son los tipos de interés y de los cambios.

2.- LOS FACTORES ECONÓMICOS DETERMINANTES EN LOS CAMBIOS PRODUCIDOS EN EL SISTEMA FINANCIERO

Las crisis económicas de los años 70 y principios de los ochenta incidirán de forma importante sobre los principales parámetros macroeconómicos provocando una situación de inflación, desequilibrios en las balanzas exteriores por cuenta corriente y de capital, así como un crecimiento sostenido de los déficit públicos que obligará al sistema financiero a acomodarse a las nuevas necesidades impuestas por esta situación.

La elevada inflación que caracterizó a los años setenta, que en los países más desarrollados llegó a suponer una tasa superior al doble de la existente en los años sesenta, dio lugar a tipos de interés reales bajos o negativos además de ocasionar importantes pérdidas en el valor de los activos financieros. Las medidas adoptadas por las autoridades monetarias, encaminadas al control de las altas tasas de inflación, van a provocar una constante erraticidad de los tipos de interés creando la incertidumbre en los prestamistas de fondos a largo plazo, que los volverá reacios a prestar sus fondos.

Como respuesta a esta situación aparecerán en el mercado financiero nuevos instrumentos de captación de fondos cuyas características se basarán en la oferta de un tipo de interés variable, en plazos de amortización más cortos y en cláusulas compensadoras de pérdidas de valor. De esta forma, el mercado comenzará a obligar a los prestatarios a asumir los costes derivados de las variaciones en los tipos si bien también les dará la oportunidad de beneficiarse de posibles bajas de los tipos de interés del mercado.

Por otra parte, las consecuencias derivadas de la crisis económica van a exigir de los Gobiernos, no sólo un mayor control de las políticas monetarias y cambiarias, sino también una mayor participación, a través de sus presupuestos, en la solución de los problemas sociales y como alentador de la demanda interna lo que va a suponer un incremento sostenido de los déficit públicos planteando los problemas inherentes a su financiación.

La situación recesiva de las economías no permitirá que la cobertura de dichos déficit pueda realizarse mediante el incremento de la presión fiscal ni tampoco a través de un incremento de los préstamos del sector bancario al sector público ya que esto supondría

un incremento de la oferta monetaria que conllevaría efectos contraproducentes sobre el nivel de los precios.

Así pues, los Gobiernos de países con sistemas financieros desarrollados recurrirán al préstamo del sector privado, mediante la emisión de Deuda del Tesoro que será ofrecida al público a unos tipos de interés ligeramente superiores a los del mercado y mediante instrumentos con características que faciliten el acceso de los pequeños inversores lo que alentará el desplazamiento de las inversiones en depósitos a la vista hacia la suscripción de estos títulos.

La reducción en el volumen de los depósitos a la vista y la obligatoriedad por parte de las entidades bancarias de suscribir una parte de las emisiones efectuadas por el Tesoro, así como la elevación por las autoridades monetarias de los coeficientes obligatorios de caja, como consecuencia de la aplicación de políticas monetarias restrictivas, van a crear dificultades en la Banca para atender las necesidades de financiación de los grandes prestatarios que se verán obligados a acudir directamente al mercado de capital, dando lugar al denominado proceso de desintermediación que alentará la aparición de nuevos y más operativos instrumentos de captación de fondos, entre los que se encuentran los NIF's.

Otro de los problemas económicos básicos de los años 70, era financiar el acusado déficit de las balanzas por cuenta corriente en el que numerosos países en desarrollo (PED) se ven obligados a incurrir para poder afrontar el incremento de sus inversiones y como complemento al volumen de su ahorro interno.

Por esta razón, en el período comprendido entre 1967 y 1984, los países en desarrollo vieron aumentar sus entradas de capital desde el exterior hasta cifras que llegaron a representar el 6% de su PNB y el 51% de su ahorro interno. Estos flujos monetarios a los países en desarrollo, desde los países industrializados, se financió durante ese tiempo por la Banca internacional mediante el procedimiento del crédito sindicado, es decir, créditos asegurados por varios bancos.

Esta situación cambió a mediados de los ochenta debido a las dificultades que tenían la mayoría de estos PED para hacer frente a la devolución de su deuda externa y al cambio que se produce en la distribución internacional de los desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente y de capital debido fundamentalmente al fuerte aumento en los precios de los productos primarios y de la energía. Así el déficit global de los países en desarrollo descendió de 100.000 millones de dólares a 420.000 en 1984, mientras que, las balanzas por cuenta corriente en los países industrializados evolucionó desde un superávit de 3.000 millones de 1982 a un considerable déficit de 35.000 millones de dólares en 1984.

Si tenemos en cuenta que los tipos de interés de cada mercado difieren entre sí, como consecuencia de las diferentes tasas de inflación existentes, del carácter de la política aplicada al mercado monetario y de las distintas medidas adoptadas por cada una de las autoridades gubernamentales para la financiación de los déficit públicos, es lógico que estos diferenciales en los tipos de interés, van a propiciar flujos de capital entre los países industrializados y no tanto entre estos y los países en desarrollo.

Aún a riesgo de aumentar las tensiones monetarias y con el fin de facilitar estos flujos de capital que permitan una mejor reasignación de los recursos financieros internacionales, las políticas gubernamentales de regulación sobre circulación de capitales,

reaccionaron en un sentido liberalizador para mejorar la interrelación entre los grandes mercados financieros. Con este objetivo se procedió a la eliminación de controles sobre movimientos de capital y se flexibilizó la normativa sobre colocación y emisión de bonos permitiendo así la expansión continuada de los mercados de eurodivisas. Incluso en ciertos países se concedieron beneficios fiscales a determinados rendimientos de bonos nacionales en manos de inversores extranjeros. En este sentido desde mediados de los años ochenta, se han venido produciendo cambios sustanciales en muchos países.

En el Reino Unido se eliminaron los controles de cambios y se anunciaron planes para liberalizar la propiedad de empresas bursátiles, tanto nacionales como extranjeras. En la República Federal de Alemania liberalizaron las emisiones de bonos a interés flotante y las operaciones swaps. En general se han venido eliminando las restricciones al establecimiento de mercados de opciones y futuros en activos financieros, divisas y títulos *de renta variable, así como mercados de valores no cotizados en Bolsa para ayudar a la capitalización de pequeñas y medianas empresas.*

Esta expansión de los mercados financieros internacionales desarrollará una serie de instrumentos encaminados a la captación de recursos financieros y la cobertura de riesgos, tales como los bonos extranjeros, eurobonos y swaps.

3.- LOS NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La necesidad de cubrir las incertidumbres de prestamistas y prestatarios provocadas por la alta volatilidad de los tipos de interés, así como de adaptarse a las nuevas formas de captación de recursos impuestas por el proceso de desintermediación, alentado por los cambios producidos en las políticas gubernamentales encaminados a la relajación de las

barreras de acceso a los grandes mercados financieros, tanto nacionales como extranjeros, indujeron en la década de los ochenta la aparición de una serie de nuevos instrumentos de financiación en los que se apoya el mercado financiero actual.

Por otra parte, la utilización de estos instrumentos conllevará al mismo tiempo un aumento de los riesgos inherentes a las operaciones financieras que van a determinar a su vez la aparición de los denominados instrumentos de cobertura destinados a reducir los niveles de incertidumbre derivados de la variabilidad de los tipos de interés y de cambio, así como en cuanto a los valores futuros de recuperación de los activos financieros.

3.1.- Los instrumentos destinados a operaciones de financiación

3.1.1.- Bonos a interés flotante (FRNs)

Son los llamados FRNs (Floating Rates Notes) que, aun cuando ya aparecieron en los mercados financieros a mediados de los años setenta, como respuesta a las incertidumbres provocadas en los inversores por la erraticidad de los tipos de interés, su verdadera expansión no se produce hasta los años ochenta, llegando en 1985 a superar el volumen de sus emisiones al de las efectuadas a interés fijo en aquellas fechas.

En la actualidad la progresión continúa ya que las emisiones de este tipo crecieron en 1992 en un 39% respecto al volumen de 1991.

La incorporación del interés flotante a las emisiones de bonos supone que, el tipo de interés aplicable al valor nominal del título será el tipo ofertado en la emisión ajustado de acuerdo a la variación de otro tipo de interés que se toma como referencia y que, en

general, suele ser el tipo de interés al que se opera en el mercado financiero, como por ejemplo pueden ser los tipos LIBOR, MIBOR, NIBOR etc. Esta innovación convertirá a los bonos en el instrumento más importante del mercado y especialmente a los bonos internacionales que incorporaron esta característica en un 34 % del total de las emisiones efectuadas en 1984.

Con el pago de un tipo de interés variable se ofrece una solución adecuada a los problemas planteados por la variación, en espacios cortos de tiempo, de los tipos del mercado, provocando la incertidumbre de los inversores. Esto supone, por el contrario, que el prestatario asume el riesgo de un mayor coste de financiación en caso de tendencias alcistas de los tipos de interés pero también puede llegar a beneficiarse de una reducción de los mismos en el caso inverso.

Esta posibilidad, de que el aumento del tipo de interés de referencia sea creciente a lo largo de la vida de la deuda, ha llevado a los prestatarios a utilizar instrumentos de cobertura contra el riesgo que supone un fuerte aumento de los intereses a pagar. Este es el caso de la aparición de los FRAs (Forward Rate Agreement), de los SWAPs de interés y de los contratos de futuros sobre tipos de interés.

Dentro de los bonos a interés flotante existen algunas modalidades que se diferencian, básicamente, en cuanto a los períodos y forma de revisión del tipo de interés ofertado en la emisión. Así tenemos:

- Capped FRNs que ofrecen un tipo de interés variable con un techo. La revisión del tipo ofertado podrá realizarse bien desde la fecha de la suscripción y durante la

vigencia del título o solamente a partir de los dos o tres años desde la fecha de la emisión.

- Drop Lock Bonds para los cuales contrariamente se garantiza un interés variable mínimo. Es decir, cuando el tipo variable ajustado desciende por debajo de un mínimo pactado, los bonos pasarán a devengar un interés fijo manteniéndose así hasta la amortización del título.

- Mismatched interest para los cuales la ventaja radica en que, aún cuando el pago del cupón se realice semestralmente, el tipo de interés se ajusta mensual o trimestralmente, facilitando así la negociación del bono en el mercado por su tenedor.

- FRNs perpetuos que, además de ofrecer el tipo de interés variable, proporcionan además al tenedor la ventaja de que puede exigir el canje obligatorio de estos bonos por acciones de la sociedad del prestatario en caso de aparición de problemas de liquidez para el emisor en el momento de tener que efectuar el reembolso.

El auge de este tipo de bonos se debe no sólo al hecho de garantizar al inversor una rentabilidad de acuerdo a la evolución de los tipos de interés del mercado sino también a dos circunstancias:

- 1ª. Los altos rendimientos proporcionados a los inversores. Por ejemplo, estos bonos denominados en eurodólares obtuvieron, entre 1979 y 1984 un tipo medio anual del 13,6% frente al 12,8% que recibían los depósitos a tres meses en la

misma moneda o al 10,9% que obtenían los Bonos del Tesoro norteamericano al mismo vencimiento.

2ª. La participación de los Bancos comerciales en estas emisiones tanto como emisores como compradores. Como compradores por cuanto la adquisición de esta clase de títulos les permitía realizar operaciones de crédito con ingresos variables dotando además a estos activos bancarios de una gran transferibilidad. Como emisores debido a que muchos bancos, no estadounidenses, consideraron a estos instrumentos denominados en eurodólares como el medio menos oneroso de obtener financiación de dólares a interés variable. Los fondos así obtenidos podrían ser posteriormente utilizados en la concesión de préstamos sindicados a medio plazo en dicha moneda a tipos igualmente variables lo que se suponía que los ingresos obtenidos por los créditos se acomodaran con los costes de los pasivos captados a medio plazo, lo cual resultaba muy convenientemente en una situación fluctuante de los tipos de interés del mercado.

3.1.2.- Bonos convertibles

Como ya hemos anticipado, el bono convertible concede a su tenedor el derecho a convertir dicho título por acciones de la sociedad que emitió los bonos en unas fechas y condiciones determinadas. El coeficiente de conversión, es decir, el número de acciones que podrán obtenerse por cada bono dependerá, de la cotización obtenida por las acciones de la sociedad prestataria en una fecha anterior a la de la conversión y del descuento aplicable. Tanto las fechas en que podrá ejercitarse el derecho a la conversión, como el período de tiempo a considerar para determinar la cotización de las acciones y el descuento

aplicable al precio de cotización, están fijados de antemano en las condiciones de emisión de los bonos.

Esta clase de emisiones reportan ventajas tanto a prestatarios como inversores. Para el prestatario el hecho de conceder al inversor la opción a la conversión, le supone mejorar el coste financiero de la deuda ya que, como contrapartida a este derecho de conversión, el prestatario ofrece, generalmente en la emisión, un tipo de interés ligeramente inferior al vigente en el mercado de renta fija. Además, si finalmente llega a realizarse la conversión esto le supondrá la ventaja de apuntalar su balance mediante la transformación del pasivo exigible en capital.

Para el inversor, la opción de poder convertir, en un momento determinado, el bono por acciones, le cubre de las posibles pérdidas de valor liquidativo que pueda sufrir el título ante una evolución desfavorable de los tipos de interés en el mercado de renta fija debido al beneficio que le supone adquirir una acción a un precio inferior al de su cotización en el mercado, siempre claro está, que las expectativas de la cotización de dicha acción sean alcistas.

Estas ventajas condujeron a que esta clase de bonos tuviera gran aceptación en el mercado financiero con un fuerte auge en el volumen de las emisiones a partir del año 84 siendo las sociedades japonesas las más activas emisoras de esta clase de deuda ligada a acciones en el mercado de eurobonos.

Sin embargo, una de las ventajas básicas que mueven al prestatario a esta clase de emisiones como es que finalmente el tenedor del título proceda a la conversión, no parece que se esté produciendo en la práctica. En la actualidad existen alrededor de 1.200

millones de dólares de bonos no convertidos correspondientes a emisiones realizadas en los años ochenta y con vencimiento en los próximos dos o tres años. Está claro que la razón que explica que los tenedores de estos títulos no conviertan, está en la inestabilidad del mercado de acciones con tendencia a la baja en sus cotizaciones y que desde luego no alientan al inversor a la conversión. Esta circunstancia puede llevar a renunciar a las empresas prestatarias a renunciar a esta característica en sus nuevas emisiones de bonos. De hecho, en 1991, el volumen de estas emisiones ha descendido hasta 7.000 millones de dólares que es el nivel más bajo desde 1986.

El hecho de que los tenedores de esta clase de títulos no lleguen a convertirlos en acciones, no supondrá un grave problema para aquellas empresas que gocen de una situación financiera saneada o de una buena imagen de solvencia en el mercado. Por el contrario, teniendo en cuenta que el plazo de amortización de una emisión de bonos oscila entre los 7 y 10 años, aquellas empresas que se vean obligadas a refinanciar la deuda y para las cuales el rating de solvencia en el mercado se haya deteriorado en ese plazo de tiempo, tendrán que realizar la oferta de suscripción de las nuevas emisiones en condiciones financieras bastante desfavorables o, lo que sería peor, le sea imposible encontrar agentes mediadores que le aseguren la emisión.

Par evitar a los prestatarios los problemas que pueden derivarse de la no conversión los Banqueros de Morgan Stanley lanzaron al mercado en 1991 un nuevo instrumento que ha tenido una gran aceptación. Son los llamados:

- **PERCS** siglas de **Preferred Equity Redemption Cumulative Stock** (Acción preferente con derecho a rescate) y que en menos de un año han creado un mercado en Wall Street de 7.000 millones de dólares.

Este instrumento consiste en la emisión de bonos convertibles que, necesariamente a los tres años, deben ser convertidos en acciones ordinarias del emisor. Para estos bonos se ofrece un rendimiento muy superior al dividendo percibido por las acciones ordinarias de la empresa que los emite. Al mismo tiempo el inversor acepta un techo en la revalorización de la cotización en el mercado de estos PERCS ya que la empresa emisora tiene el derecho u opción de compra sobre estos bonos, si éstos suben de manera significativa.

En el caso de que en el curso de los tres años la empresa emisora no llegara a ejercitar el derecho de rescate se procederá a la conversión en las siguientes condiciones: Si la fecha de conversión las acciones ordinarias de la emisora cotizan por debajo de los PERCS, el inversor recibirá por cada PERCS poseído una acción ordinaria completa. Ahora bien, si por el contrario, la acción ordinaria cotiza por encima del techo establecido para la PERCs, los inversores recibirán una parte de la acción ordinaria equivalente al precio del techo.

La utilización de este instrumento está generando beneficios adicionales para los inversores de aproximadamente un 19% desglosado en: un 8% por mayor rentabilidad y un 11% por revalorización de capital, si bien hay que tener en cuenta que la mayor rentabilidad para el inversor finaliza necesariamente a los tres años y que corre el riesgo de una cotización a la baja de las acciones ordinarias.

La empresa emisora por su parte mantiene la ventaja de asegurar la conversión de las obligaciones con independencia de la evolución de la cotización de sus acciones ordinarias en el mercado y que siempre es factor determinante para los inversores para llevar a cabo la conversión de bonos por acciones.

Como vemos existen, por el momento, tres clases de bonos convertibles cada uno de los cuales trata de cubrir determinados riesgos para los intervinientes:

- Bonos convertibles simples: La conversión es optativa para el inversor con lo cual se cubre del riesgo de que las acciones canjeables evolucionen a la baja. El emisor por su parte corre el riesgo de que la conversión no llegue a producirse y se vea obligado a refinanciar la deuda en condiciones menos favorables.
- Bonos convertibles perpetuos: El inversor puede exigir en el momento de la amortización su conversión en acciones en el caso de que se presenten problemas de liquidez por parte del emisor. Con esta clase de bonos el inversor se cubre contra un riesgo de insolvencia.
- Bonos con opción de rescate PERCs: El inversor está obligado a realizar la conversión a los tres años o antes si se producen las circunstancias que le dan derecho a la sociedad emisora para ejercer la opción de rescate. En este caso el emisor se cubre frente al riesgo de que la conversión no llegue a realizarse con los problemas que de ello pueden derivarse.

3.1.3.- Bonos internacionales

Hay dos clases de bonos internacionales:

Bonos extranjeros

Estos bonos los coloca y asegura un Banco de nacionalidad distinta a la del prestatario emisor y están denominados en la moneda del país donde se colocan. Es decir, un prestatario de un país A decide efectuar una emisión en moneda del país B para lo cual recurrirá a un Banco del país B que se encargará de colocar en dicho país B la emisión incorporando, generalmente, un acuerdo de aseguramiento mediante el cual el Banco asegurador suscribirá aquellos títulos no cubiertos en la emisión.

Eurobonos

Son bonos igualmente denominados en moneda distinta a la del país del prestatario pero, a diferencia de los extranjeros, estos bonos se emiten en varios países simultáneamente, estando igualmente asegurados por un sindicato de varios bancos.

Evidentemente para poder concurrir a un mercado extranjero se requiere una buena calificación del emisor. La calificación de activos y de quienes los emiten, sean empresas, entidades públicas o Estados, es una práctica muy generalizada en los mercados de capitales de todo el mundo. A través de la calificación las agencias miden la solvencia o la calidad del riesgo que toma el inversor dando su opinión sobre tres puntos básicos: rentabilidad del activo, plazo de devolución del dinero prestado y solvencia del emisor. Esta opinión de las agencias influye decisivamente en el precio de colocación de los activos. Las principales agencias dedicadas a esta actividad son Standard & Poor, Moody y IBCA. La calificación viene indicada por una combinación de letras y números o signos. Por ejemplo en la escala utilizada por Moody la calificación máxima viene indicada por AAA, y, a medida que desciende el nivel de calificación, se suele ir denominando por AA+, AA₁, AA₂, A+, A₁, A₂ hasta llegar a A que es la más baja.

En cuanto a las condiciones ofrecidas en la emisión, los bonos internacionales incorporan, además de las características habituales a cualquier clase de bono en cuanto a tipos de interés y formas de amortización, otras características que les son específicas y que están especialmente encaminadas a reducir los riesgos para el inversor derivados de las fluctuaciones del cambio de la moneda en que está denominada la emisión.

Así podemos encontrar ofertas de bonos con las siguientes características:

- Bonos de desembolso parcial: Que permite a los suscriptores posponer el pago del principal durante algunos meses, con lo cual puede obtenerse, a veces, un determinado beneficio cuando la cotización de la moneda de denominación fluctúa a la baja.

- Bonos con "warrant de moneda": Los warrants de los instrumentos financieros es una opción que otorga al inversor el derecho de comprar emisiones adicionales de bonos del mismo prestatario con un cupón y precio especificados de antemano. En el caso concreto de los warrants de moneda o divisa dual, el inversor tiene la opción de compra de nuevas emisiones de bonos en moneda distinta a la de la emisión inicial. Así, para un warrant en Ecus y marcos, un inversor en dólares recibe una cobertura que le permite suscribir en estas dos monedas sin necesidad de desplazarse hacia otras emisiones que, denominadas en dichas monedas, ofrezcan menores rendimientos. Esta clase de bonos se emitieron por primera vez en Junio de 1984.

- Bonos de divisa dual: Esta innovación se originó en el mercado de bonos extranjeros en marcos alemanes extendiéndose después a las emisiones

denominadas en francos suizos y yens durante 1981 y 1984. Consisten en que el precio de emisión y el cupón que incorporan están denominados en una moneda pero el precio de reembolso se establece en una moneda diferente, generalmente el dólar, cuyo tipo de cambio está prefijado en el momento de la emisión. De esta forma el inversor se protege contra una caída del valor de amortización, al menos, hasta el punto de equilibrio y que generalmente se suele situar entre un 20 y 30% por debajo de los valores de intercambio existentes en el momento de la emisión.

1.- Evolución de los bonos internacionales

La incorporación del tipo de interés flotante, como prima de riesgo contra la fluctuación de los tipos y el proceso de liberalización de circulación de capitales, iniciado en la mayoría de los países para facilitar a los prestatarios el acceso a los mercados internacionales en busca de mejores costes de financiación y ampliar sus recursos en divisas, ha llevado finalmente a los bonos internacionales a convertirse en el instrumento de financiación internacional más importante del mercado.

Las emisiones netas de esta clase de bonos pasaron, entre 1981 y 1984 de un volumen de 30.000 a 60.000 millones de dólares. En 1991, según recoge el informe anual de la firma Salomon Brothers, el volumen de nuevas emisiones superó los 290.000 millones de dólares con lo cual, la participación de los bonos internacionales en el total de los préstamos internacionales, ha pasado del 7% en 1981 al 68% en la actualidad, lo que da una idea de la progresión de este instrumento en sólo diez años. Esta evolución creciente se vio fuertemente acelerada en 1983 como consecuencia de la relativa estabilidad que en esos años se produce en las tasas de inflación mundial, lo que va a

determinar una cierta tendencia a la baja de los tipos de interés a corto, lo cual vino a alentar el desplazamiento de las inversiones financieras desde el corto al largo plazo.

Dentro de los bonos internacionales, la expansión más fuerte ha correspondido a los Eurobonos. En 1979 los eurobonos representaban un 41% del total de las emisiones de bonos internacionales pasando en 1985 a representar un 83%. La proporción media, durante esos años, se venía manteniendo en un 60% para los eurobonos, sin embargo, el despegue final, hasta alcanzar el 83%, se produjo en 1984 como consecuencia de la caída de los tipos en EE.UU. y la liberalización de los mercados de bonos alemanes a lo que hay que añadir las emisiones denominadas en Ecus y Euroyen.

Desde luego, al margen del efecto de la variación de los tipos en el mercado financiero estadounidense pudo tener en cuanto a la suscripción de eurobonos, hemos de estar de acuerdo en que, este despegue no hubiera tenido lugar, de no haberse producido la relajación, en los mercados europeos, de las normas sobre emisiones de bonos. Medida, por otra parte, complementaria a las expectativas de creación de un mercado monetario europeo integrado. Prueba de todo ello es que las emisiones de eurobonos siguen con vigor ya que su porcentaje de participación en las emisiones de totales de bonos internacionales se mantiene, en 1991, en un 84%.

A pesar, de la crisis desatada por las devaluaciones del dólar en los años setenta y de la inestabilidad de su tipo de cambio en los últimos años, la moneda en la cual están denominadas el 67% de las emisiones de bonos internacionales sigue siendo el dólar que continua gozando de la confianza de los inversores. En este sentido, no hay que olvidar que, desde 1945, el dólar es la moneda patrón, lo cual, le concede un alto grado de convertibilidad y que las magnitudes económicas, como las reservas en divisas y saldos

que componen la balanza de pagos, estén denominados en dólares, lo que supone que el volumen de dichas magnitudes estén condicionadas a las fluctuaciones de la moneda patrón. Precisamente, con el fin de evitar esta dependencia, la Comunidad Económica Europea creó el ECU. Así teniendo en cuenta que el valor del ECU está formado por la ponderación del cambio de las distintas monedas de la Comunidad, se tendría una moneda con la fortaleza suficiente para ser utilizada como moneda-patrón en la valoración de las transacciones y magnitudes económicas europeas evitando su dependencia de las fluctuaciones del dólar.

Por tanto, la fortaleza del ECU pasa por la estabilidad de los cambios de las monedas correspondientes a los países que integran la Comunidad, pero esto sólo podrá conseguirse si existe homogeneidad, o al menos aproximación, en cuanto a la situación económica de cada uno de los países miembros. Esta es, en esencia, la finalidad de la Unión Monetaria Europea que, por otra parte, no parece alcanzable en la actualidad, sobre todo, en cuanto a algunos de sus miembros se refiere, lo cual llevará necesariamente a una Comunidad dividida en dos grupos de países, según sus niveles de convergencia con los parámetros económicos que exigen una situación económica estable, dando lugar a lo que se ha dado en llamar la "Europa de dos velocidades".

Las emisiones de bonos internacionales se realizan, fundamentalmente, entre países industrializados. Sin embargo, esto no debería haber sido así. Una de las razones de la creación del Fondo Monetario Internacional fue la de que este organismo contribuyera a la financiación de los déficit de balanza por cuenta corriente en los que necesariamente tendrían que incurrir los países en desarrollo (PED) para complementar su ahorro interno y poder afrontar las inversiones necesarias destinadas a su crecimiento. Sin embargo, las drásticas condiciones que el propio FMI imponía, sobre la estabilidad de ciertas variables

económicas, como la inflación y el déficit público, para que los países que forman parte del FMI pudieran disfrutar de esta ayuda financiera, impidieron en muchos casos que dicha colaboración llegara a determinados países en desarrollo razón por la cual, en la década de los años sesenta, la mayor parte de la fuerte corriente de capitales desde los países industrializados a los países en desarrollo, se produjo vía créditos bancarios internacionales. Esto explica que la participación de los PED en las emisiones de bonos internacionales no haya sido muy notable.

En 1979 esta participación era aproximadamente de un 10% sobre el total de las emisiones, porcentaje que en 1985 descendió hasta un 6%. La explicación a este descenso se encuentra en la práctica desaparición de los países sudamericanos entre los países en desarrollo emisores de bonos internacionales como consecuencia de la pérdida total de la confianza de los inversores en estas emisiones, debido a los incumplimientos habidos en cuanto a la devolución de sus deudas. Esto llevó a que, mientras en los países industrializados el volumen de sus emisiones de bonos internacionales creció en casi seis veces, las de los países en desarrollo sólo lo hicieron en dos veces.

Lo más significativo en cuanto a la evolución de las emisiones en los PED ha sido, sobre todo, la composición de los países emisores. En 1979 los países sudamericanos participaban en casi un 70% del total de las emisiones de los PED siendo los más importantes, Brasil, Argentina y México. En 1985 la participación de estos países en emisiones fue prácticamente nula, siendo fundamentalmente reemplazados por los países del sureste asiático tales como Corea, Tailandia y Malasia.

Como consecuencia de las medidas de ajuste económico adoptadas por algunos países sudamericanos y especialmente por México, Argentina y Venezuela, destinadas a

luchar contra los fuertes procesos inflacionistas, se espera, para los años 92 y 93, una reentrada de estos países en los mercados financieros de bonos internacionales.

3.1.4.- Las emisiones de títulos aseguradas NIF's (Note Issuance Facilities)

Al analizar las emisiones de bonos ya indicábamos que las causas que habían contribuido básicamente a su expansión había sido: el proceso de desintermediación, esto es, el desplazamiento de los fondos de los inversores hacia la adquisición de títulos de renta fija, en detrimento de los depósitos bancarios, la ampliación del ámbito geográfico de los mercados financieros, derivado de la liberalización de las normas sobre circulación de capitales y la incorporación del tipo de interés flotante como respuesta a las incertidumbres provocadas en los inversores como consecuencia de la erraticidad en los tipos de interés debidas a las fluctuaciones de las tasas de inflación.

A esta tendencia inversora que, por sí misma ya supone una dificultad para las entidades bancarias para captar los recursos financieros en poder del público, hay que añadir además, los efectos de la adopción por las autoridades económicas de medidas de política monetaria restrictiva que, mediante el aumento de los coeficientes de caja y del volumen de recursos cautivos, han venido a igualmente reducir la capacidad del sector bancario para atender la demanda del sector privado de créditos a corto plazo.

Es decir, a comienzos de los años ochenta nos encontramos en un mercado financiero en el cual, si bien es fácil para los prestatarios la captación de recursos a largo plazo, aprovechando la tendencia instrumentalista de los inversores, les resulta difícil por el contrario obtener fondos del sector bancario debido a la reducción de su capacidad de financiación.

Ante esta situación era necesario por tanto encontrar un instrumento financiero que, facilitara a los prestatarios la obtención de recursos financieros a corto y medio plazo sin necesidad de depender exclusivamente de las posiciones bancarias, más o menos favorables, respecto a la concesión de créditos y que, por otra parte, aprovechará la tendencia de los inversores hacia la adquisición de títulos, especialmente cuando estos ofrecen un tipo de interés variable.

Así en 1981 aparece la figura del NIF siglas de Note Issuance Facilities, también denominados **euronotes** y que podemos traducirlo como "Emisiones de títulos aseguradas". Estos NIF no podemos considerarlos, en sí mismos, como un instrumento. Realmente el instrumento es el conjunto de acuerdos que dan lugar a las emisiones de estos títulos. Este conjunto de acuerdos recogen y actualizan una serie de técnicas que ya existían en los mercados financieros. Se trata, en definitiva, de fórmulas que agrupan características propias de los eurocréditos, de los bonos a tipo de interés variable y del mercado de comercial paper de los EE.UU. los cuales llevan esencialmente a un acuerdo, a medio plazo, que permite la obtención de financiación a corto plazo.

El NIF es un acuerdo legalmente vinculante, que suele tener una duración entre 7 ó 10 años, en virtud del cual el prestatario puede emitir y poner en circulación títulos a corto, generalmente con un vencimiento a tres o seis meses. Normalmente el prestatario emisor encarga a una entidad, en la mayoría de los casos un sindicato bancario, la organización y colocación del papel que desea emitir. El sindicato bancario, en este caso **under writers o aseguradores** puede garantizar al prestatario la disponibilidad de los fondos acordados o simplemente esforzarse en la colocación de los títulos pero sin llegar a asegurar la total cobertura de la emisión.

Cuando el prestatario es un Banco, los instrumentos habitualmente negociados son los **certificados de depósito a corto**, mientras que, para los prestatarios no bancarios, el instrumento escogido son los **pagarés garantizados** comúnmente llamados **euronotes o europagarés**.

Como vemos mediante la fórmula NIF el prestatario dispone de la oportunidad de obtener recursos a corto plazo sin tener que depender para ello de las disponibilidades bancarias y sí de los recursos en manos de los inversores los cuales a su vez, con esta alternativa, podrán beneficiarse de colocar sus fondos a un tipo de interés a corto, además de poder instrumentalizar su crédito en un título transferible. Por su parte, los bancos participantes en el NIF, cuando se pone en marcha el acuerdo, mediante una demanda de fondos por parte del prestatario, en lugar de realizar un préstamo de dinero, procederá a efectuar provisiones de fondos al prestatario a cuenta de la colocación de los títulos, esto es, si existe la cláusula de aseguramiento, con lo cual, el banco únicamente realiza una labor de intermediario ya que, el riesgo crediticio, será asumido finalmente por los adquirentes de los títulos.

La rentabilidad obtenida por las entidades bancarias en estas operaciones, será la que procede del cobro de las comisiones y primas de aseguramiento, así como posibles beneficios obtenidos en la colocación del papel.

Evidentemente, el riesgo bancario en esta clase de operaciones está en el hecho de que la totalidad de los títulos emitidos no sean colocados entre los inversores por ello, los acuerdos NIF que incluyen cláusula de aseguramiento, están restringidos a prestatarios de alto rating que deben gozar de toda la confianza de los inversores que por ello estarán dispuestos a suscribir los títulos.

Básicamente, los acuerdos NIFs los podemos considerar teniendo en cuenta:

a) Que incluyan la cláusula de aseguramiento

Como ya hemos indicado en este caso los **underwriters** o aseguradores se comprometen a tomar aquellos títulos de la emisión que no hayan sido colocados.

Para estos NIFs con cláusula de aseguramiento se puede utilizar una técnica alternativa, desarrollada en 1982 y conocida por **RUF (Revolving under writing facility)** y que consiste en separar, las funciones de aseguramiento, de las de distribución de los títulos, mediante el nombramiento de un Director de la operación (**lead manager**) que, como distribuidor exclusivo, se encargará de la colocación de los títulos devolviendo a los bancos aseguradores los títulos no vendidos.

Este sistema de utilizar una agencia exclusiva de distribución tropezó con dos obstáculos: El primero es que el Grupo de Bancos aseguradores no podía utilizar su capacidad en el mercado para conseguir la colocación de los títulos. El segundo defecto, que conllevaba la utilización de una única agencia distribuidora exclusiva, radicaba en el hecho de que, al estar prefijado el margen sobre el título, los prestatarios se veían imposibilitados de obtener beneficios en la venta como consecuencia de posibles mejoras en las condiciones del mercado.

Estas circunstancias llevaron a implantar el sistema de colocación mediante subasta en la cual, los bancos aseguradores, podían pujar hasta un tope de margen máximo, prefijado por la figura del **emisor-fijador** que determina el margen sobre el LIBOR, pudiendo posteriormente los bancos proceder a su colocación en el mercado. Esta técnica permite

al prestatario beneficiarse en las mejoras de los tipos que pudiera producirse en el mercado además de conocer de antemano y con certeza el coste máximo al cual recibirá las provisiones de fondos.

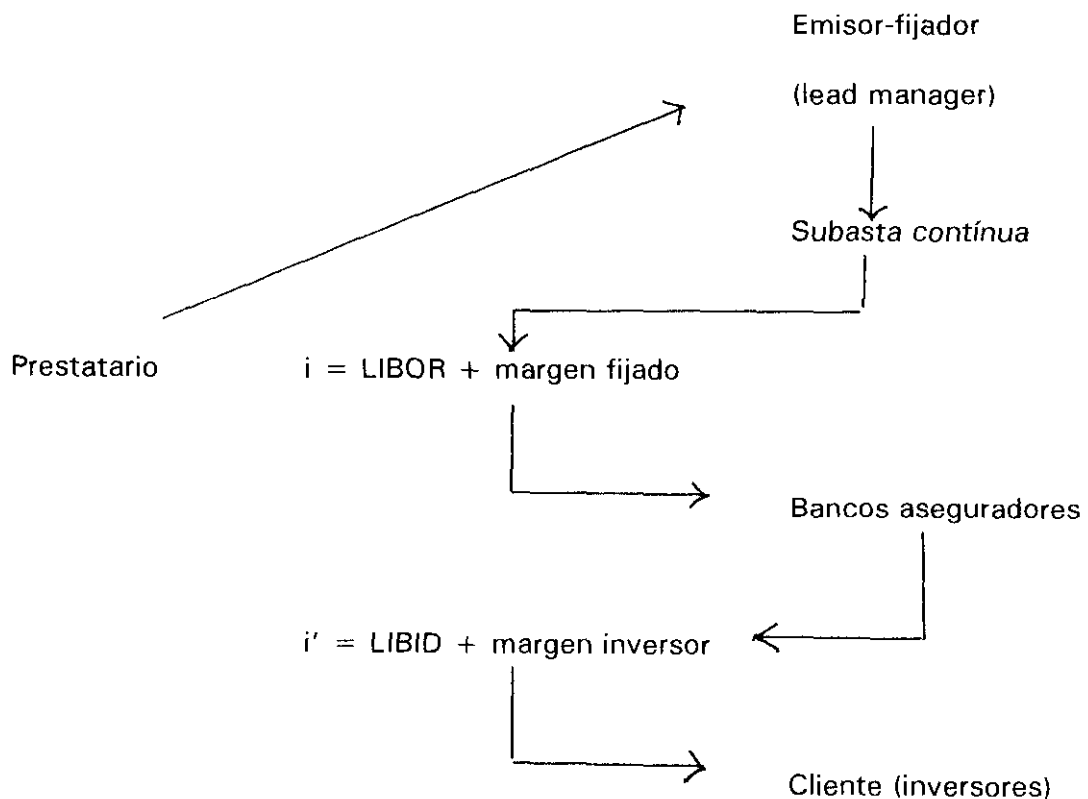
Esta fórmula de subasta se desarrolló posteriormente al incorporar el sistema de **subasta continua** mediante la cual, los bancos aseguradores, obtienen un derecho de compra de títulos, al Director de la operación, hasta el límite de su participación proporcional en la operación, al previo de los títulos en el mercado y durante todo el tiempo que dure la oferta.

Hoy en día, el sistema ampliamente utilizado, es el de subasta continua debido a las ventas que proporciona, tanto a los prestatarios, como a los bancos aseguradores. Como ya hemos dicho, este sistema asegura a los prestatarios la colocación de los títulos a los tipos de interés más beneficiosos del mercado a través de la fijación del margen máximo sobre el LIBOR. A los bancos aseguradores, la subasta continua les permite obtener un parte de los títulos emitidos que, posteriormente, podrán colocar entre sus clientes, teniendo la posibilidad de obtener un beneficio por el diferencial que pueda producirse, entre el tipo fijado en la subasta (i) y el tipo final (i') al cual los bancos coloquen los títulos de acuerdo a las condiciones del mercado.

Así por ejemplo, el prestatario pagará un tipo prefijado (i) referido a LIBOR (tipo de interés del mercado financiero, en este caso de Londres, para las operaciones de activo bancarias o de préstamos). El banco asegurador, por su parte, podrá colocar el papel entre sus clientes a un tipo (i') superior al LIBID (tipo de interés del mercado para operaciones de pasivo bancarias o depósitos).

Esto supone que, el cliente del banco que adquiere los títulos obtendrá un beneficio igual a $i' - \text{LIBID}$. El banco por su parte obtendrá $\text{LIBOR} + \text{margen} - i'$, beneficio que, añadido a las comisiones de aseguramiento y gestión, justificarán la intervención bancaria en este tipo de operaciones ya que, de no contar los bancos con la obtención de este diferencial, la rentabilidad por su participación en las emisiones de euronotes o pagarés sería prácticamente insignificante dada la tendencia a reducirse el importe de las comisiones de aseguramiento debido a la competencia del mercado. Por ello, se ha impuesto este sistema de subasta continua, ya que es el único medio de que, los bancos participantes en estas operaciones, se aseguren la posesión de la totalidad de los títulos emitidos para su posterior colocación entre su clientela.

Esquema de la operación:



Dentro de estos NIFs asegurados, se pueden contemplar varios tipos de acuerdos en cuanto a las distintas formas mediante las cuales el prestatario puede proceder a la retirada de los fondos que, el acuerdo NIF le permite.

Así tenemos:

- Multiple Component Facility o línea de crédito para cuya disposición se contemplan varias opciones a través de las cuales se puede obtener la financiación, bien en forma de anticipos o préstamos a corto, de líneas de crédito swing, de aprobaciones bancarias, o sobre todo, en créditos fijados en divisas, lo cual resulta altamente interesante para los prestatarios, si se tiene en cuenta que, los euronotes o pagarés, son títulos que no pueden ser *emitidos en divisas*. También, éstos *Multiple Component Facility*, permiten incluir un acuerdo mediante el cual el prestatario puede recurrir, para obtener los fondos, a la emisión de papel comercial como un "stand by" comprometido, lo cual quiere decir que, se le permite al prestatario prescindir de realizar la emisión de unos títulos determinados si las condiciones del mercado, en ese momento, no son favorables para la emisión de dichos títulos, recurriendo, en su sustitución, a disponer del importe que haya sido fijado como crédito stand by (en espera) mediante la emisión de papel comercial.

Otra modalidad de acuerdo de disposición es:

- Swing Line o líneas de crédito en instrumentos "swings" los cuales permiten al prestatario la obtención de fondos en un período de tiempo muy breve, a veces en un día, con el fin de cubrir los posibles retrasos que puedan producirse hasta que se realice la emisión de los títulos. En realidad este sistema hay que equipararlo a una entrega de cantidades a cuenta.

Estas dos modalidades, la Multiple Component y la Swing Line suelen ser las más utilizadas, ya que, entre ambas, vienen a cubrir en valor un 80% aproximadamente del valor total de los acuerdos NIFs celebrados.

b) Que no incluyan la cláusula de aseguramiento

En 1984 apareció un nuevo tipo de NIF el cual no contemplaba la cláusula de *aseguramiento ni la posibilidad de mantener los créditos "stand by"*. Mediante este sistema, los bancos intervinientes sólo proveerán de fondos hasta el importe de los títulos emitidos colocados. Evidentemente, este tipo de NIF únicamente son utilizados por aquellos prestatarios que, gozando de un alto rating en el mercado, confían respecto a su capacidad de colocar la totalidad de los títulos.

Estos NIFs han tenido un importante desarrollo llegando su volumen a alcanzar más del 50% del total de NIFs concertados en los mercados. Esto se ha debido a su gran flexibilidad para obtener fondos a corto plazo ya que, gradualmente, se han ido asemejando cada vez más a los programas de "papel comercial americano" ya que, al separar la emisión de los títulos, del acuerdo sobre la concesión del crédito, se emite más papel y a plazos cada vez más cortos, lo que permite al prestatario la posibilidad de efectuar rápidas

retiradas de fondos que, en algunos casos, puede llegar a obtener incluso en el mismo día de la petición.

Esta clase de NIFs o líneas de financiación no aseguradas se conocen con el nombre de **Programas de Papel Eurocomercial**. Como vemos, la diferencia sustancial entre este acuerdo y el NIF estandarizado, consiste en el proceso de emisión. En el primer caso, el prestatario hace propuestas para emitir papel por una cantidad y en una fecha determinada. Cuando se trata de papel eurocomercial, la entidad bancaria se compromete a realizar las provisiones de fondos al margen del proceso de emisión de los títulos, que por su parte, el prestatario colocará en el mercado a través de los **dealers**.

En realidad estos acuerdos NIF son asimilables a los créditos sindicados ya que, en definitiva, se trata de un acuerdo por un período de entre siete y diez años mediante el cual los bancos comprometidos realizarán provisiones rápidas de fondos y a muy corto plazo hasta el límite de la cantidad prefijada en base a las garantías aportadas por el prestatario. Los fondos recibidos por el prestatario serán restituidos a los bancos con los recursos obtenidos por la emisión del papel que se confía será siempre absorbido por el mercado en base a la confianza de los inversores en el emisor.

Realmente estas operaciones como tales suponen una escasa rentabilidad para los bancos participantes al no contemplarse en ellas, ni el cobro de comisiones de aseguramiento, ni la posibilidad de obtención de beneficios por la colocación de los títulos. Sin embargo, los bancos se suelen prestar fácilmente a realizarlas porque ello supone mantener el contacto con su clientela y obtener a cambio la realización de otras operaciones financieras de activo.

c) Evolución del mercado de los NIF's

El mercado de los Euronotes ha evolucionado a través de tres fases diferenciadas:

En la primera fase, comprendida entre 1981 y 1983, los créditos se destinaron a unos pocos proyectos de escasa cuantía y siendo los prestatarios, bancos y algunos gobiernos de países de la OCDE.

A finales del 83, las técnicas de los NIFs evolucionaron rápidamente permitiendo su utilización como sustitutivos de los créditos sindicados, con lo cual se produce la entrada en el mercado de empresas prestatarias de alta calificación, igualmente pertenecientes a países de la OCDE. Al igual que en el caso de los bonos internacionales y como consecuencia de la falta de confianza de bancos e inversores, la participación de los países en desarrollo en este tipo de operaciones, es irrelevante ya que su participación no pasa de un volumen igual al 2% del total de las operaciones.

En 1985, fueron ya corporaciones no bancarias las que se convierten en los principales prestatarios, particularmente de EE.UU., Australia y Reino Unido. Así el promedio de operaciones de corporaciones no bancarias, pasó de representar una media del 40% al 60%, según vemos en el siguiente cuadro:

Prestatarios	1981	1982	1983	1984	1985
Instituciones y Gobiernos	48,7	25,3	-	40,2	7,7
Bancarios o Financieros	9,8	29,3	53,9	17,1	27,5
No bancarios	41,5	45,4	46,1	40,1	63

Sin embargo, la expansión de este sistema de financiación se ve condicionado por los prestatarios no institucionales por las siguientes razones.

En primer lugar, el elevado rating del que deben gozar en el mercado financiero las empresas prestatarias para optar a concluir un acuerdo NIF ya que, no hay que olvidar que, el bien finalmente, el riesgo crediticio lo soporta a medio plazo el inversor que suscribe los títulos, tanto en el caso en el cual los bancos a través de la cláusula de aseguramiento se comprometen a adquirir los títulos no colocados, como cuando no existe dicha cláusula y los bancos deben efectuar provisiones de fondos a cuenta de la colocación del papel, los bancos corren el riesgo evidente de que en el proceso de emisión los inversores pierdan la confianza en el emisor, provocándose una situación de insolvencia del prestatario que supondrá, para los bancos participantes, una dificultad para recuperar los fondos anticipados.

Por esta razón, en la mayoría de los países se intenta adoptar disposiciones oficiales, arbitradas por las autoridades monetarias, al objeto de limitar los niveles de riesgo bancario. Estas disposiciones se orientan hacia el establecimiento de un ratio entre, el

volumen de las operaciones aseguradas o de los créditos comprometidos y el nivel de los depósitos o el capital.

La segunda razón limitativa a la expansión se debe a la reticencia, por parte del pequeño inversor, a la adquisición de estos títulos dado que, generalmente, este tipo de papel no está valorado debido a que, su mercado secundario está poco desarrollado, como consecuencia de que, al ser títulos con cortos períodos de vencimiento, son detentados hasta la expiración de los mismos. Por tanto, la única valoración procede a través de la calificación del rating del prestatario que, a veces, como sucede en EE.UU, puede estar desvirtuado por el criterio de los intermediarios. Este problema puede haberse visto mitigado desde que los servicios de valoración de las agencias Standard & Poors y Moody han comenzado a realizar tasaciones de euronotes.

3.2. Los instrumentos destinados a las operaciones a futuro

Estos instrumentos, cuyas características y estrategias serán analizadas más ampliamente en páginas posteriores, nacen fundamentalmente con la finalidad de cubrir los riesgos derivados de las variaciones de los precios, tipos de interés y de cambio, si bien su utilización, ha venido proliferando también como instrumentos destinados a operaciones especulativas.

3.2.1. Operaciones swaps de divisas e interés

La palabra "swap" significa permuta, por ello estas operaciones que aparecen en 1980, consisten en un acuerdo entre dos partes para intercambiar flujos de pago en el tiempo. En realidad las operaciones swaps de divisas son un instrumento financiero que se encuentra "a caballo" entre los considerados de financiación y los destinados a cobertura de riesgos ya que aún cuando básicamente comenzaron a utilizarse para la obtención de financiación, también se utilizan como medio de cobertura y contra los riesgos de variación de los tipos de cambio y de interés. Según cual sea la naturaleza de dichos flujos de pagos, las operaciones swaps se clasifican:

a) De divisas, en cuyo caso las partes se comprometen a intercambiar al principio de la operación cantidades determinadas de distinta moneda reembolsándolas en un plazo y según una regla determinada.

b) De intereses, que supone acordar únicamente la permuta de los intereses que genera la deuda entre los dos prestatarios sin que en ningún momento, ni al principio ni al final de la operación, se produzca movimiento alguno de principal. Usualmente el tipo de interés se estipula de carácter distinto para cada uno de los prestatarios. Así uno de ellos, pagará un tipo de interés fijo recibiendo a cambio un tipo de interés variable o viceversa. También puede fijarse un tipo variable para ambos pero cada uno de los tipos estará referenciado a índices distintos.

El swap de interés puede ser utilizado como instrumento de cobertura contra el riesgo de variabilidad de los tipos de interés y para aprovechar las ventajas que pueda proporcionar el diferencial de interés entre los mercados.

c) De divisas e interés, en este caso la operación comportará al mismo tiempo flujos de divisas y de intereses.

Estas operaciones swaps no tienen, aunque lo parezca, ningún parecido con las que durante años se han venido realizado en los mercados financieros internacionales y que esencialmente estaban destinadas a cubrir riesgos de cambios de las divisas. Entre estas operaciones y las actuales existen dos diferencias notables:

1ª En los swaps tradicionales el acuerdo consistía en la venta de una moneda contra otra, a una fecha de liquidación fija y con el compromiso de invertir el sentido de la operación en una fecha futura.

2ª Estas operaciones no incorporaban en ningún momento pago de intereses.

Más adelante, al analizar la evolución de estos instrumentos, quedarán más claros los detalles operativos de cada uno de ellos.

3.2.2.- Contratos a plazo de divisas

Son los llamados "seguros de cambio" y consisten en un acuerdo mediante el cual se compromete entre las partes la compra-venta efectiva de dos divisas en un momento concreto del futuro y a un tipo de cambio fijado previamente. El tipo de cambio fijado en el momento del acuerdo, estará en función del cambio spot (precio de contado) de la divisa y del plazo de vencimiento de la operación.

3.2.3.- Contratos a plazo de interés (FRAs)

Denominados también Forward Rate Agreement (FRA). En este tipo de acuerdo, el interés a pagar en la operación está referencia a otro tipo de interés del mercado financiero. Si al vencimiento, el tipo de referencia es inferior al tipo fijado, el llamado comprador pagará la diferencia al vendedor. En caso contrario, es decir, si el tipo de referencia es mayor, la diferencia la pagará el vendedor al comprador. El importe sobre cual se ha de aplicar la diferencia de tipos será el del depósito que previamente se haya estipulado, sin que ello suponga movimiento de principal alguno.

3.2.4.- Opciones

Hasta 1970, sólo se negociaban opciones sobre valores de renta fija. En 1980 se *amplió a los valores de renta variable y divisas. En la actualidad se pueden negociar incluso sobre tipos de interés e índices bursátiles.*

Se trata de un acuerdo mediante el cual el comprador adquiere el derecho, pero nunca la obligación, de comprar o vender un instrumento financiero específico, bien en la fecha previamente acordada, opción europea, o antes del vencimiento, opción americana. Debe aclararse que si bien el comprador puede renunciar a ejercer el derecho adquirido con la opción, el vendedor estará siempre obligado a cumplir el acuerdo a requerimiento del comprador.

3.2.5.- Contratos a plazo, negociados en mercados organizados

Los contratos a futuros tienen las mismas características que los contratos a plazo, es decir, se trata de acuerdos mediante el cual el precio y condiciones de la operación se fijan hoy para ser realizados en una fecha futura. La diferencia esencial entre ambas clases de contratos está en el mercado en el cual son negociados. Así los contratos a plazo, se negocian en un mercado simple o no organizado denominado (over the counter) mientras que los futuros se negocian en un mercado normalizado u organizado. La diferencia entre estos mercados está, en que mientras en el mercado no organizado (OTC) los términos del contrato se establecen libremente entre partes intervinientes y de acuerdo a sus propias necesidades en el mercado de futuros las condiciones están determinadas por unas normas standard previamente establecidas.

A excepción de los contratos FRAs y las operaciones swaps que se negocian siempre en el mercado a plazo (Forward), así como los contratos a plazo sobre índices bursátiles que son privativos del mercado normalizado, todos los demás contratos sobre Bonos, tipos de interés, divisas u opciones, pueden ser negociados bien en el mercado a plazo simple o en el mercado normalizado.

ANÁLISIS DE LAS DIFERENTES OPERACIONES A FUTURO

1.- INTRODUCCIÓN

El contrato a futuro es una operación mediante la cual las partes intervinientes se comprometen a vender o comprar un activo determinado, en una fecha futura predeterminada a un precio fijado.

El activo determinado, objeto del contrato, podrá ser una mercancía, un instrumento financiero, un medio de pago o incluso un activo o montante nocional.

Estos contratos podrán ser formalizados en un mercado organizado cuyas condiciones y precios están establecidas por la sociedad rectora de dicho mercado o bien, en un mercado no organizado en cuyo caso las condiciones y precios se determinan mediante acuerdo bilateral por las partes.

En beneficio o pérdida de la operación viene determinado por la diferencia existente, al vencimiento del contrato, entre el precio que le fue fijado al activo o elemento comprometido a la formalización del contrato, y su valor vigente en el mercado a dicha fecha.

Una de las características particulares de estos contratos es que, a su vencimiento, es posible liquidarlos de dos formas:

- mediante la entrega física del activo o elemento comprometido en la operación o,
- liquidando en efectivo el beneficio o pérdida devengado por el contrato a su vencimiento.

Esto permite que estos contratos puedan ser formalizados con dos finalidades distintas: la cobertura de riesgos o la simple obtención de un beneficio.

Así un usuario expuesto a un riesgo de pérdida derivado de una variación en los precios, los tipos de interés o de cambio, podrá formalizar un contrato sobre un activo subyacente para el cual exista correlación entre la variación de su precio de mercado y el del activo o elemento cubierto de tal forma que, si se cumplen las expectativas que motivaron la operación de cobertura, las pérdidas registradas por el activo o elemento cubierto se compensen con los beneficios obtenidos en el contrato de futuros.

Por el contrario, si la operación se formaliza sin que exista el riesgo de pérdida de un activo o elemento ya registrado o por registrar, los beneficios obtenidos en el contrato de futuros serán asimilables a lo que resultarían de una inversión financiera de carácter circulante realizada con una intención meramente especulativa.

2.- LAS OPERACIONES A FUTURO COMO INSTRUMENTOS DE COBERTURA: ESTRATEGIA

2.1. El concepto y cálculo de la volatilidad

Macko ¹, define la cobertura como una técnica financiera que intenta reducir el riesgo de pérdida, debido a movimientos desfavorables de precios en materia de tipos de interés o de cambios, que consiste en tomar una posición a plazo que sea equivalente u opuesta a otra posición existente o anticipada sobre el mercado al contado.

Así la toma de posición, con el fin de cubrir un riesgo, responde a unas expectativas de variación en los precios que se cotizan en un momento dado ².

De esta definición se desprende que el proceso de cobertura está basado en determinar el diferencial, entre el precio P_n que tiene hoy en el mercado de contado, un determinado activo o pasivo, y el precio P_{n+1} , que se espera tendrá en un momento futuro. Del tal forma que:

si $P_{n+1} < P_n$

definirá una pérdida para el activo (cartera de valores, activos en moneda extranjera, intereses a cobrar, etc.).

En el caso inverso para el cual

¹ Macko: Les concepts fondamentaux d'un marché à terme d'instruments financiers. (La Revue Banque, París) n° 455-1985.

² Los mercados de futuros financieros: pág. 134 (M. Borrel. A. Roa).

$$P_{n+1} > P_n$$

supondrá una pérdida cuando se trate de un pasivo (pasivos en moneda extranjera, intereses a pagar, etc.).

La expectativa de que se produzca un diferencial de precios desfavorable, será la razón de formalizar un contrato a plazo mediante el cual será posible, fijar hoy el precio más favorable de venta o de compra realizando la operación en una fecha posterior prefijada, que permitirá cubrirse contra la variación de los precios o realizar un beneficio que compense las pérdidas.

Evidentemente, estos contratos se podrán realizar por la existencia de dos expectativas contrapuestas en el mercado. Una será la que espera un alza de los tipos de interés, esto es, baja en el precio de los títulos de renta fija o de los contratos sobre tipos, o bien una caída de los precios, por ejemplo, menor valor de cotización de una moneda, en este caso negociará un contrato de venta. La otra, se situará en la posición contraria es decir, espera un movimiento inverso de los precios por lo cual negociará un contrato de compra.

Para aquél que realiza la venta de un contrato, estará realizando lo que se llama una cobertura corta (Short Hedger) mientras que el que realiza una compra realiza una cobertura larga (Long Hedger). Estas distintas posiciones adoptadas, según el caso por bajistas o alcistas, son las que crean el mercado a plazo. Cuando hay abundancia de vendedores y compradores se dice que el mercado es bastante líquido.

Ahora bien, no cabe duda de que el beneficio que espera obtenerse por la utilización de un contrato a plazo, dependerá de que se cumplan o no las expectativas del usuario del instrumento.

Es decir, para el usuario que vende un contrato en el momento n a un precio P_n , el beneficio se materializará si al vencimiento, esto es, en el momento $n + 1$ subsiguiente, en el mercado de contado se cumple la expectativa de que el precio del objeto del contrato P_{n+1} es menor que P_n , esto es:

$$P_{n+1} < P_n$$

esto supondrá que venderá y podrá recomprar a un precio inferior viniendo el beneficio determinado por:

$$\text{Beneficio} = P_n - P_{n+1}$$

En caso contrario, es decir se $P_{n+1} > P_n$ el beneficio sería para el comprador, para el cual se habría cumplido la expectativa que dio origen a aceptar el contrato de que

$$P_{n+1} \text{ sería } > P_n$$

Por tanto, la estrategia en la utilización de los contratos a plazo se basa en:

1º Se cuantifica el riesgo de pérdida. Por ejemplo, en el caso de un activo, para estimar dicha pérdida será necesario establecer la diferencia entre el precio hoy P_n (precio spot o de contado) en el mercado del activo y el precio futuro P_{n+1} (precio aplazado o

forward) que este tendrá en el mercado de contado en una fecha futura prefijada, digamos a los 90 días. Si las expectativas son de $P_{n+1} < P_n$ existe un riesgo de pérdida:

$$\text{Pérdida estimada} = P_n - P_{n+1}$$

2° Para cubrir esta pérdida, como el precio del activo tiende a bajar, como ya hemos explicado, procederá formalizar un contrato de venta sobre dicho activo. El precio de dicho contrato para entrega del objeto a los 90 días, se cotiza a un precio, digamos C_n . Es decir lo venderemos hoy a C_n . Si el activo, dentro de 90 días se cotiza a un precio C_{n+1} , es evidente que podemos comprar a C_{n+1} y entregarlo a nuestro comprador por C_n obteniendo un beneficio de:

$$\text{Beneficio} = C_n - C_{n+1}$$

que será el beneficio obtenido por cada contrato realizado.

3° Una vez calculada la pérdida estimada y el beneficio obtenible por cada contrato que se realice será necesario fijar cuantos contratos será necesario realizar para cubrir la totalidad del riesgo, es decir:

$$\text{Pérdida} = n^{\circ} \text{ contratos} \times \text{beneficio por contrato}$$

de donde

$$n^{\circ} \text{ contratos} = \frac{\text{Pérdida}}{B^{\circ} \text{ por contrato}}$$

Evidentemente existe una dificultad: estimar los precios forward P_{n+1} y C_{n+1} ya que, aún cuando dichos precios están fijados por el mercado, en base a los cálculos estadísticos de tendencias, está claro que el precio que finalmente tendrá un activo en un momento futuro, generalmente, no coincidirá con el estimado. El grado de esta variación se mide a través del cálculo de la volatilidad, la cual nos dará la medida en que se cumplirán las expectativas.

Cuando analicemos separadamente cada uno de los contratos utilizables, quedará más claro el planteamiento de estas estrategias.

2.1.- Concepto y cálculo de la volatilidad

A lo largo de la explicación sobre la estrategia de la cobertura hemos visto que los riesgos a cubrir vienen determinados por el diferencial entre el precio hoy, de un activo, de un determinado tipo de interés o de cambio, y el que tendrá en una fecha futura prefijada.

Esto quiere decir que conocemos el valor que tienen hoy un título de renta fija de acuerdo al tipo de interés vigente en el mercado. Sabemos el tipo de interés, de cambio o cotización que rigen en el mercado para las operaciones realizadas en el momento actual, pero ignoramos cuáles regirán exactamente en el mercado de contado en un momento subsiguiente.

La evolución de estas magnitudes, tipos de interés, de cambio o cotizaciones bursátiles, nos indicarán su tendencia al alza o a la baja. Este estudio estadístico nos permitirá tener unas expectativas sobre los riesgos y tener un conocimiento aproximado sobre los precios o cotizaciones futuras pero será necesario, con el fin de realizar una

buena cobertura tener el conocimiento más aproximado posible sobre la probabilidad de que las expectativas creadas se cumplan, en un sentido positivo o negativo.

Este es un trabajo que nos suelen dar hecho los analistas financieros ya que la estimación de los precios forward requiere cálculos estadísticos, a veces, complejos. Independientemente de esto, en la práctica, y para poder tener una idea inicial sobre las posiciones de riesgo a cubrir y tomar al menos la decisión de si es o no necesario plantearse la utilización de un instrumento de cobertura, podemos recurrir a cualquier diario económico-financiero donde se facilitan las cotizaciones forward de las distintas variables que intervienen en el mercado financiero. Así podemos encontrar los precios spot (contado) o forward (a plazo) relativos a tipos de interés y de cambio así como de los contratos a futuros y opciones de todo tipo.

A pesar de todo, los precios forward que obtengamos, de una u otra forma, referidos a un momento futuro, serán siempre una estimación y casi con toda seguridad nunca serán coincidentes con los precios de contado que regirán en el mercado en ese momento futuro. La medida de esta posible variación nos la da la volatilidad que es a su vez la variación estimada respecto a la media del precio calculado.

Es evidente que en cualquier momento conoceremos la evolución de los precios anteriores relativos al objeto de los contratos de compra-venta que, como ya hemos visto pueden ser, un bono, un tipo de interés, un tipo de cambio o un índice de cotización.

Sean

$$Y_1 \ Y_2 \ Y_3 \ \dots\dots\dots Y_n$$

A, B,

Aplicando un procedimiento estadístico podremos establecer el valor tendencia de la variable observada. Este procedimiento, al que se le denomina ajuste por mínimos cuadrados, y que consiste en hallar una función lineal,

$$Y_n = a + b X_n$$

donde Y'_n será el valor teórico que correspondería a la variable observada Y_n en el momento n . Esta función representa por tanto una recta cuyos puntos se encuentren entre los valores reales observados y el valor teórico obtenido, haciendo mínima la diferencia entre ellos.

Por ejemplo, supongamos que se han observado en el mercado los siguientes tipos de interés Y en distintos momentos **1, 2, 3 y 4**.

x	Y	xY	x ²
1	10	10	1
2	11	22	4
3	11,5	34,5	9
4	10,5	42	16
x = 10	Y = 43	xY = 108,5	x = 30

$$Y = n \cdot a + x \cdot b$$

$$x \cdot Y = x \cdot a + x^2 \cdot b$$

dando valores tendremos:

$$43 = 4 a + 10 b$$

$$108,5 = 10 a + 30 b$$

de donde resultará operando:

$$a = 10,25$$

$$b = 0,20$$

que nos permite obtener los valores estimados para la variable Y en momentos subsiguientes. Por ejemplo, dando valores y aplicando la fórmula tendremos los valores estimados para Y_5 .

$$Y_5 = 10,25 + 0,20 \times 5 = 11,25$$

Llevando al gráfico anterior los valores teóricos obtenidos para Y en cada momento, determinará una recta $A' B'$.

Donde puede observarse que, si bien los valores teóricos obtenidos nos permite deducir la tendencia de los valores observados, esto es los valores para Y en momentos **5, 6, 7** etc., existe una diferencia entre los valores medios Y'_n obtenidos para cada momento y los valores reales Y_n observados. Esta desviación entre $Y'_n - Y_n$ es lo que se llama volatilidad.

Evidentemente cuanto menos bruscas sean oscilaciones entre los valores reales observados en cada momento, menor será la diferencia entre los valores medios y los

valores reales y en consecuencia será también menor la volatilidad. Esto quiere decir que, cuanto menor sea la volatilidad más estabilidad habrá en el tiempo en los valores de la variable considerada.

Es decir, que los datos históricos de Y nos permitirán estimar que, para $n = 5$, Y_5 valdrá **11,25** pero puede suceder que llegado el momento $n = 5$, Y_5 sea mayor o menor que **11,25**, diferencia que vendrá determinada por la volatilidad.

Para calcular la volatilidad se recurre a uno de los modelos más conocidos entre los aplicados para la fijación del precio de las opciones pero que entendemos es aplicable a otros instrumentos financieros. Este método es el de Black-Sholes³ mediante el cual la volatilidad se determina a través de la desviación standard del logaritmo de los precios relativos diarios, semanales o incluso mensuales anualizados:

$$\text{Desviación standard} = \sqrt{\frac{N \sum_{t=1} (X_t - \bar{X})^2}{N-1}}$$

Donde:

N = número de observaciones

$$X_t = \text{Log}, \left(\frac{Y_t}{Y_{t-1}} \right)$$

Y_t = observación en el período **t**

³ Black-Sholes

$$\bar{X} = \text{media aritmética de } X_t$$

Para el cálculo de la volatilidad, se multiplica la desviación standard por la raíz cuadrada del período

$$\text{Volatilidad} = \text{Desviación standard} \times \sqrt{n}$$

Para el caso de una volatilidad anualizada $n = 250$ días.

Ejemplo:

Día	Tipo cambio (divisas)	Precios relativos (Y_t/Y_{t-1})	Logaritmo precios relativos
1	115.368		
2	114.979	0.99663	- 0.00338
3	114.894	0.99926	- 0.00074
4	113.363	0.98667	- 0.01342
5	114.756	1.01229	+ 0.01229

aplicando la fórmula tendremos:

$$\bar{X} = \frac{-0.00525}{4} = 0.0013125$$

$$\text{Desviación standard} = \sqrt{\frac{0.000271699}{4}} = 0.0082416 \text{ diaria}$$

$$0.0082416 \sqrt{250} = 0.1303 \text{ ó } 13,03\%$$

que será la volatilidad anualizada sobre la base de 250 días laborables.

La aplicación práctica de este concepto sería:

Si representamos en el gráfico n° 2 los tipos de cambio observados en los cinco períodos, tendremos una curva AB con los datos reales. Si efectuamos el ajuste de dicha curva según el método de los mínimos cuadrados ajustado, según se indicó en la pág. 53 tendremos una curva de tendencia CD que corresponderá a los cambios esperados en los próximos cinco días.

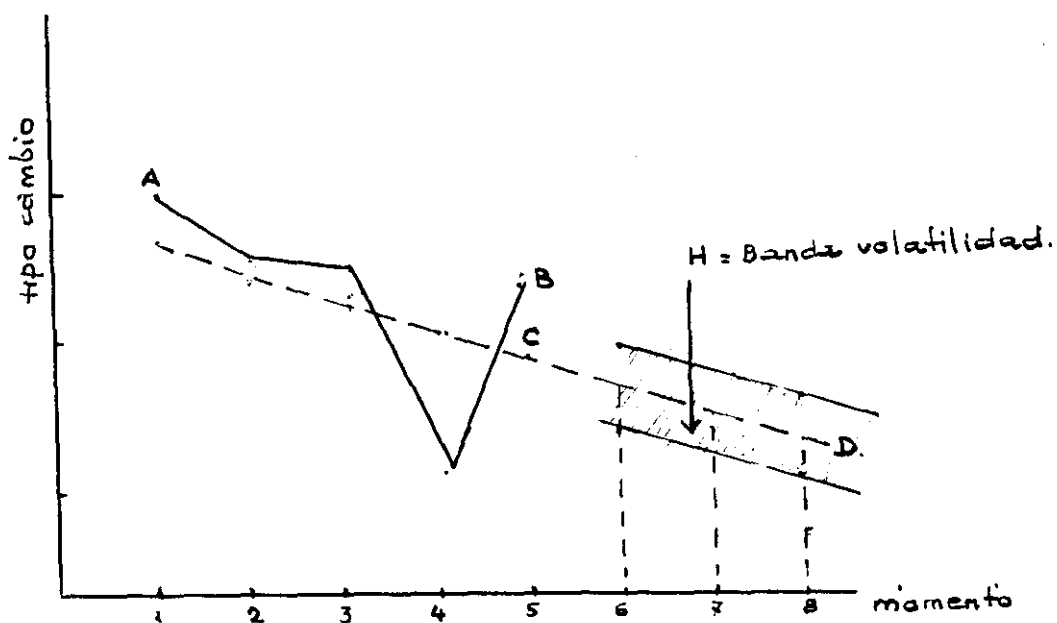


Gráfico 2

Si aplicamos la volatilidad diaria de - 0.0082416 a los cambios medios estimados, determinados por la curva CD, tendremos dos curvas paralelas que determinan una banda HJ entre la cual se moverán, de acuerdo a la volatilidad estimada, los tipos de cambio en los próximos días. Es decir, que el tipo medio se moverá en un intervalo de $\pm 0,93$.

Esto es que, si el tipo medio que indica la tendencia para el 10 es de 112,68 el precio de contado en el mercado en esa fecha podrá ser:

113,61	cambio máximo
112,68	cambio medio
111,75	cambio mínimo

Teniendo en cuenta que al utilizar como cobertura un contrato a plazo se corre un riesgo de pérdida, que son la razón de los incumplimientos:

a) En caso de venta

Que el precio de venta fijado en el contrato < Precio en el mercado al vencimiento

b) En caso de compra

Que el precio de compra fijado en el contrato > Precio en el mercado al vencimiento

Por ello, será conveniente tener en cuenta la volatilidad del tipo de cambio medio estimado ya que ello nos permitirá formalizar los contratos a los precios más favorables.

Así en el ejemplo, lo más conveniente en caso de venta es que el precio de oferta se encuentre al menos entre:

113,61 - 112,68

y para caso de compra, el precio de demanda:

112,68 - 111,75

Esto serían precios orientativos para poder valorar nuestro riesgo en la operación ya que los precios vendrán determinados por el mercado, si se negocian en un mercado organizado y por acuerdo de las partes, según sus conveniencias, si se negocia en un mercado simple O.T.C.

3.- LOS DIFERENTES CONTRATOS A FUTUROS

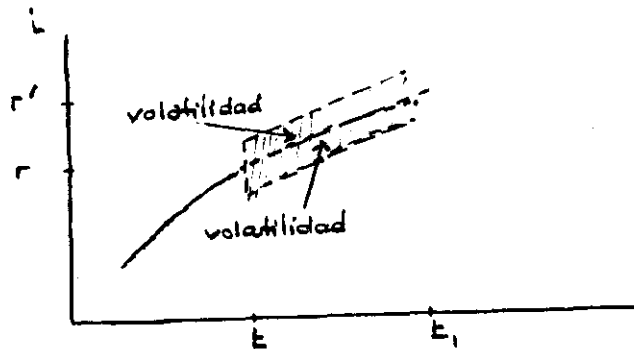
3.1. Contratos sobre bonos

Estos contratos están destinados a cubrir las pérdidas derivadas de una reducción en el valor liquidativo de una cartera de títulos de renta fija como consecuencia de una elevación en los tipos de interés ofrecidos por el mercado ⁴.

Supongamos que una empresa tiene una cartera de títulos de renta fija por un valor total de 10.000.000 de u.m. compuesta por títulos de 1.000 u.m. cada uno que devengan un cupón del 11% pagadero semestralmente y vencimiento a 3 años. El tipo de interés

⁴ Los mercados de futuro financieros pág. 93 (M. Borrel. A. Roa).

vigente en el mercado es del 12% y la curva de la evolución de los tipos en el mercado de renta fija en los últimos días es la siguiente:



De dicha curva se puede deducir:

1º Una expectativa de alza en los tipos de interés de los Bonos.

2º) El valor al que tiende r en un momento subsiguiente t_1 , así como la volatilidad de dicho valor, es decir, en que medida pueden variar los valores reales de r respecto del valor medio estimado para r en t_1 .

Obtenida la variación de $r = r - r$ en el intervalo t, t_1 , la empresa podrá estimar la variación en el valor de su cartera mediante la aplicación de la fórmula:

$$\Delta P = - P \cdot s \cdot \Delta r \quad (1)$$

donde P = al valor actual del título, calculado al tipo vigente en el mercado, en este caso el 12%

$$s = \frac{DM}{1+r}$$

Siendo:

$$DM = \frac{\frac{\Delta P}{P}}{\frac{\Delta r}{1+r}}$$

o elasticidad del valor del título ante una variación del tipo r del mercado cuyo desarrollo ya vimos en la página .

Así el valor hoy de cada título, poseído por la empresa, en el mercado de contado será:

$$P = 110^3 \sum_1 (1 + 0,12)^{-3} + 1000 (1+0,12)^{-3} = 984,47$$

que supone una cotización en el mercado de:

$$984 + \frac{47}{32} = 985,46 = 98,54$$

es decir, cotiza bajo par porque el rendimiento ofrecido en el mercado (12%) es superior al del Bono (11%). Por el contrario si el tipo de mercado descendiera, por ejemplo al 8%, el precio del Bono sería en ese caso de 1.051,28 que supone una cotización de 105,18, esto es sobre la par, lo que nos indica que las cotizaciones están asociadas a la evolución de los tipos del mercado pudiendo establecer con carácter general que, si el tipo de

mercado es superior al que devenga el título, este cotizará bajo la par y sobre la par en el caso inverso.

Una vez conocido el valor actual del título 984,47 el valor de $s = 1,8$ y la variación del tipo de mercado en los próximos 90 días que se estima en 0,5%, podremos aplicar la fórmula (1) que nos permitirá estimar cual será el valor de cada título dentro de 90 días.

$$- 984,47 \times 1,8 \times 0,005 = - 8,86$$

$$984,47 - 8,86 = 975,61$$

Para cubrirse de esta pérdida la empresa podrá adoptar una cobertura mediante un contrato a plazo consistente en la venta de un Bono nocional para entrega dentro de 90 días. Este contrato lo podrá negociar en el mercado simple O.T.C. o en el de futuros.

El Bono nocional es un título teórico que tiene asignado un valor nominal, tipo de interés y vencimiento. En España el Bono nocional es un título con un valor nominal de 10.000.000 de ptas., cupón del 10% pagadero semestralmente y vencimiento a tres años. Cada país tiene definido su Bono nocional así tenemos:

PAÍS	NOMINAL	CUPÓN SEMESTRAL	VENCIMIENTO
EE.UU.	100.000 \$	8% anual	20 años
FRANCIA	500.000 FF.	10% anual	10 años

Siguiendo el mismo procedimiento de valoración que en el caso anterior, un Bono nacional español valdrá hoy, teniendo en cuenta el tipo vigente (12%) en el mercado y su cupón de 1.000.000 ptas.

Valor del Bono nacional hoy.....9.742.900 97,42%

Su elasticidad ajustada 1,29

luego la pérdida de valor del Bono entregable dentro de 90 días, teniendo en cuenta una evolución de los tipos del 0,5% será aplicando la fórmula (1) de 65.277 ptas. Luego al vencimiento su precio será de 9.677.623 cotización 96,77%.

Ahora bien, al vencimiento el Bono podrá valer más o menos, eso dependerá de como haya evolucionado el tipo de interés durante el intervalo existente entre la fecha de venta y el vencimiento. Aquí juega un papel muy importante la volatilidad para que vendedores y compradores fijen sus precios de oferta y demanda.

Así, si el precio teórico del Bono para dentro de 90 días se estima será de 96,77%, considerando que a dicho momento el tipo de interés habrá evolucionado al alza en un 0,5% podrá suceder que, al vencimiento:

a) El tipo vigente en el mercado sea superior al estimado, con lo cual el Bono valdrá menos que 96,77%. Esta es la expectativa del vendedor.

b) Que el tipo vigente en el mercado sea inferior al estimado con lo cual el Bono valdrá más. Expectativa del comprador.

De esta forma se contraponen las expectativas en el mercado y formará el precio de venta. Sin embargo, si el vendedor estima que los tipos evolucionarán por encima del 0,5% estará dispuesto a vender a 96,77%. Por su parte, el comprador si estima que el tipo evolucionará a la baja, está estimando que el bono valdrá más, luego estará dispuesto a comprar igualmente a 96,77.

Supongamos que finalmente se fija el precio de venta del Bono para entrega dentro de 90 días en 96,77%. Si la volatilidad se estima para los próximos 90 días en:

Desviación standard diaria del precio del Bono 0,0006312

$$\text{Volatilidad en 90 días} = \sqrt{90} \times 0,0006312 = 0,006 = 0,6\%$$

lo que supone estimar que el bono se cotizará al vencimiento en :

$$96,77(1 - 0,006) = 96,19$$

Por tanto se si vende hoy por 96,77 y puede recomprarse dentro de 90 días por 96,19 supondrá la obtención de un beneficio por cada contrato de 0,58 por cada 100 Ptas. del nominal del contrato. Por tanto, para cubrirse deberá formalizar un número de contratos tal cuyo beneficio iguale a la pérdida de la cartera:

$$\begin{aligned} & 1.000 \times 10.000 \left(\frac{98,44}{100} - \frac{97,56}{100} \right) = \\ & = N \times 10.000.000 \left(\frac{96,77}{100} - \frac{96,19}{100} \right) \end{aligned}$$

De donde

$$N = \frac{\text{Valor de la cartera}}{\text{Nominal de cada contrato}} \times \frac{\text{Variación precio cartera}}{\text{Variación precio contrato}}$$

realizando operaciones $N = 1,5 = 2$ contratos.

A la relación entre la variación del precio de la cartera y del precio del contrato se le llama **Ratio de cobertura** y que determina el número de contratos que será necesario formalizar para realizar un 100% de cobertura del riesgo.

Todo este razonamiento que se ha realizado para aclarar conceptos, en la práctica es muy más simple. Los operadores recurren a analizar la cotización, en cada período, de precios del Bono nocional. Esto les permite calcular la desviación standard diaria y la volatilidad para un intervalo determinado. Así volviendo al ejemplo tendremos:

Pérdida estimada de la cartera:		
Valor actual del título		984,40
Valor estimado en 90 días		975,60
Pérdida por título	8,80 ptas. x 10.000	88.000

Beneficio estimado por operación sobre el Bono nocional:		
Cotización hoy del Bono		9.677.600
Volatilidad en 90 días	0,06%	
Cotización del Bono dentro de 90 días	$9.677.600 \times 0,994$	9.619.534
Beneficio estimado por contrato		58.066

número de contratos a formalizar:

$$\frac{88.000}{58.066} = 1,5 = 2 \text{ contratos}$$

En los mercados de futuros (mercado normalizado de los contratos a plazo) y como veremos más adelante cuando analicemos la operativa en dichos mercados, los contratos se liquidan por diferencia ya que no es habitual la entrega física del título objeto del contrato. Esto es, si el precio de venta del Bono es superior al de compra, como es el caso del ejemplo planteado, el vendedor recibirá la diferencia a su favor materializando así el beneficio. En caso contrario, será el comprador quien perciba la diferencia.

Sin embargo, en el mercado simple (O.T.C.) la entrega física del título es esencial. Al no existir el Bono nocional ya que es un bono teórico, en caso de venta el vendedor debe acudir al mercado y adquirir un título equivalente al Bono nocional en cuanto a su rendimiento. Es lo que se llama el **Bono entregable**. Existe una lista de bonos entregables entre los cuales podrá elegir el vendedor el más favorable para él.

Con el beneficio obtenido en la operación de venta, el tenedor de una cartera de renta fija habrá conseguido cubrirse contra la pérdida que supone la reducción en el valor liquidativo de dicha cartera como consecuencia de un alza de los tipos de interés del mercado.

3.2.- Contratos sobre tipos de interés

Para cubrirse contra los resultados adversos que pueden conllevar una evolución desfavorable de los tipos de interés, se utiliza como instrumento de cobertura la compra o venta de un contrato sobre tipos de interés. Ahora bien como asimilamos la cobertura de un diferencial de tipos a la compra o venta de un contrato? ⁵

Cuando efectuamos un préstamo por el sistema del descuento lo que estamos haciendo es **comprar** hoy un título por el cual entregaremos hoy **P** unidades monetarias:

$$\frac{N}{100} (100-r) = P$$

Siendo **N** el nominal del contrato y **r** el tanto por uno de descuento.

Al vencimiento de dicho contrato recibiremos **N** unidades monetarias con lo cual el rendimiento obtenido será **N.r**.

⁵ Apuntes de MEFF, sobre el contrato MIBOR.

Por su parte, el que recibe el préstamo lo que hace es **vender** un título por el cual recibe hoy **P** u.m. y que recomprará al vencimiento de **N** lo que le supondrá un coste de **N.r**.

Así ante la expectativa de que los tipos de interés bajaran en un momento subsiguiente, de r_1 a r_2 lo lógico será intentar prestar hoy ya que en el futuro r_2 será menor que r_1 . Luego como ya hemos dicho prestar equivale a comprar por tanto, compraremos contratos hoy a un precio de:

$$P_1 = \frac{N}{100} (100 - r_1)$$

porque en el futuro será más caro

$$P_2 = \frac{N}{100} (100 - r_2)$$

siendo $r_2 < r_1$ resultará que $P_2 > P_1$

lo cual responde al mismo comportamiento que cuando adquirimos cualquier objeto ante la posibilidad de que su precio suba en el futuro, esto es compraremos. Por el contrario, sí la tendencia es a que los tipos suban, la forma de actuar será inversa. Es decir, lo lógico será pedir prestado hoy porque en el futuro el dinero estará más caro. Esto es, venderemos contratos hoy a un precio de:

$$P_1 = \frac{N}{100} (100 - r_1)$$

porque el contrato valdrá menos después:

$$P_2 = \frac{N}{100} (100 - r_2) < P_1$$

al ser r_2 mayor que r_1 .

Como vemos las posiciones de cobertura se mueven en el mismo sentido que cuando se trata de cubrir una reducción en el valor de una cartera de fija. Si los tipos de interés del mercado tienden al alza, venderemos (nos endeudamos). Si la tendencia es a la baja, compraremos (prestaremos).

Por tanto, la operativa de cobertura, utilizando un contrato sobre tipos de interés, será la misma que la seguida respecto al contrato sobre Bono notional.

Supongamos una empresa que tiene un pasivo de 100 millones de u.m., por el que paga un tipo variable referenciado al interbancario (MIBOR, LIBOR, PIBOR, etc.) más 1 por ciento (1%) revisable cada 90 días. El tipo que actualmente está pagando es del 10,5 + 1% = 10,60.

La evolución del interbancario arroja una tendencia al alza, estando fijada la volatilidad a 90 días en 2%. Esto es el tipo estimado para esa fecha es del 10,70.

El precio del contrato con vencimiento a 90 días con un valor nominal de 1.000.000 de u.m. se cotiza a:

$$100 - 10,78 = 89,22$$

y el precio de recompra a 89,10. Por tanto para cubrirse de la pérdida que supondrá para la empresa el exceso de los intereses a pagar, que vendrá determinado por:

$$10,70 (1 + 0,01) = 10,80$$

$$10,50 (1 + 0,01) = 10,60$$

$$\text{Diferencial } 0,20 \times 100^6 = 200.000 \text{ u.m.}$$

$$\text{Pérdida en 90 días} = \frac{200.000}{4} = 50.000 \text{ u. m.}$$

deberá formalizar la venta de un contrato por un montante nominal cuyo beneficio compense dicha pérdida:

$$\text{Beneficio por cada 100 u.m. de contrato al año } 89,22 - 89,10 = 0,12$$

luego para cubrirse en los próximos 90 días:

$$M \frac{0,0012}{4} = 50.000 \text{ u. m.}$$

de donde $M = 166^6$ u.m. montante nominal a concertar.

Los cálculos se suelen realizar en la práctica teniendo en cuenta que en el mercado de futuros las variaciones de los precios de estos contratos se miden por "stick" correspondiendo un stick a un punto básico sobre el valor nominal del contrato. Es decir,

$$1 \text{ stick} = 0,01\% \text{ de } M \text{ (montante nominal)}$$

Si $M = 1.000.000$ \$ tendríamos que una variación del 0,01% anual le correspondería un beneficio o pérdida para cada contrato igual a:

$$\frac{0,01}{100} \times 1.000.000 = 100 \$ \text{ al año}$$

Si el contrato es a 90 días tendremos:

$$\frac{100}{4} = 25 \$$$

Suponiendo que en el ejemplo las unidades monetarias son dólares, tendremos que como la variación es de 12 sticks⁶.

⁶ 1 sticks = 1 punto básico = 0,001 % luego una variación de a 12% = 12 sticks o 12 puntos básicos.

Beneficio por contrato a 90 días = 12 puntos x 25 dólares de Beneficio por punto
 = 300 \$ por contrato de 90 días

$$\frac{50.000}{300} = 166,66 \text{ contratos}$$

como cada contrato tiene un montante nocional de 1.000.000 \$.

Total a concertar $1.000.000 \times 166,66 = 166,6^6$ \$.

3.2.1. Contratos FRAs

Los contratos FRA ⁷ (Forward Rate Agreement) es igualmente un contrato a plazo mediante el cual las dos partes intervinientes tratan de cubrirse contra una evolución desfavorable de los tipos de interés. El contrato consiste en que las dos partes contratantes se ponen de acuerdo acerca del tipo de interés que rinde un depósito teórico, a un plazo determinado en una fecha futura. El tipo de interés acordado está referenciado a un tipo de interés generalmente utilizado para las operaciones financieras del mercado como puede ser por ejemplo el tipo interbancario, LIBOR, MIBOR, etc. según el país en cuestión.

Al vencimiento del depósito, se calcula la diferencia entre el tipo de interés forward acordado t_c , y el de referencia, liquidándose la operación aplicando el diferencia sobre el montante nocional acordado.

⁷ Nuevos productos financieros: Revista del Instituto de Estudios Económicos nº 2, cap. IV. 1986.

En la terminología habitual de los contratos FRAs se denomina vendedor a la parte contratante que pagará a la otra la diferencia en el caso de que el tipo de referencia sea superior al tipo de interés acordado y comprador a aquél que pagará el diferencial en el caso de que el tipo de referencia sea inferior al tipo acordado. Así tenemos:

Si

LIBOR > t_c el vendedor **A** pagará al comprador **B** el diferencial **LIBOR - t_c** .

a la inversa sí:

LIBOR < t_c será el comprador **B** quién pagará al vendedor el diferencial **t_c - LIBOR**

De acuerdo a esta estrategia ambas partes podrán asegurar el tipo de interés futuro para una operación financiera determinada. Así un prestatario (tomador de fondos) que tengan referenciada una operación de pasivo a un tipo de interés variable, ante una expectativa alcista de los tipos de interés, intervendrá en un contrato FRA como comprador para cubrirse del alza del tipo de mercado ya que el contrato FRA le permitirá percibir el diferencia manteniendo el coste financiero inicial de su pasivo.

Por su parte, el prestamista, que tenga referenciada una operación de activo a interés variable formalizará un contrato FRA como vendedor que le permitirá cubrirse contra una baja del tipo de mercado ya que las condiciones del contrato le permitirán mantener fijo el tipo inicial a percibir.

Veamos un ejemplo:

Supongámos un prestatario **B** que tiene un pasivo referenciado al tipo LIBOR revisable a los 90 días. El tipo LIBOR que devenga actualmente la operación es del 10%. Existen expectativas de una evolución al alza del tipo LIBOR en el mercado. Para cubrirse de esta posible evolución alcista, que habrá de afectarle al momento de efectuar la revisión del tipo de remuneración de su pasivo, **B** acudirá al mercado para formalizar un contrato FRA en calidad de comprador (Conviene llamar la atención sobre el hecho de que en la formalización de los contratos FRA la posición para cubrirse contra un alza de los tipos de interés es justamente la contraria que en los futuros ya que en el caso de contrato de futuros la cobertura se realiza vendiendo y en el caso del FRA dicha cobertura se realiza comprando). Para mantener el coste financiero inicial de su pasivo, el tipo forward acordado en el contrato FRA será del 10% y el vencimiento a 90 días.

Por otra parte, existe un prestamista **A** que tiene una operación de activo igualmente referenciada al LIBOR 10% revisable a 90 días. Contrariamente, este prestamista mantiene una expectativa de baja del tipo LIBOR en los próximos 90 días. Para asegurarse el ingreso del 10% en su operación, entrará en un FRA como vendedor fijando el tipo en un 10%.

Llegado el vencimiento se confirma el alza del tipo LIBOR que cotiza en ese día al 11%.

Resultado del Contrato FRAa) Vendedor (A) (cobertura operaciones de préstamo)**Caso 1**

Ingresos por su operaciones financieras de préstamo	LIBOR + 11 %
Pagos a comprador según contrato	FRA (10 - 11) = - 1 %
<hr/>	
Ingresos financieros netos	+ 10 %

evidentemente al no cumplirse sus expectativas de baja del LIBOR el vendedor (prestamista) ha incurrido en la pérdida de un beneficio potencial del 1 % sobre el montante de su operación de activo.

Ahora bien si se hubiera producido el caso inverso es decir que el LIBOR hubiera cotizado al 9%, el resultado hubiera sido:

Caso 2

Ingreso por sus operaciones financieras de préstamo	LIBOR + 9 %
Recibido del comprador según contrato	FRA (10 - 9) = + 1 %
<hr/>	
Ingresos financieros netos	+ 10 %

b) Comprador (B) (cobertura operaciones deuda)**Caso 1**

Coste financiero del pasivo	LIBOR - 11%
Recibido del vendedor según contrato	FRA (11 - 10) = + 1%
	<hr/>
Coste financiero neto	- 10%

Para el **Caso 2**, es decir, contemplando la baja del LIBOR, tendríamos en cuanto al comprador:

Coste financiero del pasivo	LIBOR - 9%
Pagado al vendedor según contrato	FRA (9 - 10) = - 1%
	<hr/>
Coste financiero neto	- 10%

en el cual el comprador (prestatario) incurre en un coste de 1% por el hecho de participar en el contrato FRA.

Como vemos, si no se cumplen las expectativas, cada participante, en su caso, incurrirá en un coste de oportunidad o en la pérdida de un beneficio pero, está claro que *ambos, en cualquier caso, habrán asegurado el interés futuro para sus operaciones que coincidieran con el tipo acordado en el FRA.*

Esto nos viene a decir que, si bien el contrato FRA evita cualquier riesgo de pérdida sobre la situación actual no permite la realización de ningún tipo de beneficio.

En los ejemplos que hemos expuesto, las cantidades a cobrar o a pagar, según proceda, vendrán determinadas por la aplicación del diferencial, en este caso el 1% sobre

el montante nocional acordado en el contrato, lo que nos indica que, para efectuar una cobertura del 100%, será necesario que el montante nocional del contrato coincida con el importe de la operación financiera subyacente esto es, el importe del préstamo o deuda contra cuya evolución del tipo queremos cubrirnos.

Dado que las condiciones de estos contratos se pactan bilateralmente por las partes, de acuerdo a sus necesidades, estos tipos de contratos se negocian básicamente en el mercado a plazo simple o O.T.C.

Dadas la cobertura que prestan los contratos FRA en el sentido de que, si bien no permiten la consecución de un beneficio presentan la ventaja de poder establecer un tipo de interés asegurado para las operaciones financieras referenciadas a un tipo variable. Siendo así, los contratos FRA son ampliamente utilizados por aquellas entidades que mantienen en balance simultáneamente operaciones financieras de activo (préstamos) y de pasivo (deudas) ya que mediante este tipo de contratos es posible asegurar un flujo equilibrado de intereses.

Supongamos una empresa que realiza sus operaciones financieras de activo (préstamos) a un tipo fijo I_f . Sus operaciones de pasivo (deudas) las tiene referenciadas a un tipo variable, revisable cada 90 días siendo dicho tipo variable en la actualidad de I_1 . La empresa mantiene en estos momentos un flujo de intereses, por ambas operaciones, con un saldo favorable, es decir, los intereses variables pagados al tipo I_1 son inferiores a los intereses cobrados por las operaciones de activo al tipo I_f .

Intereses cobrados > Intereses pagados

Sin embargo, existen expectativas de que se produzca un alza en los tipos variables del mercado lo cual podría llegar a desequilibrar el flujo por intereses. Con el fin de evitar la pérdida que podría llegar a producirse, en el caso de que los intereses de pasivo a pagar excedieran a los intereses cobrados, la empresa procede a calcular cual sería el tipo de interés variable máximo que debería acordar en un contrato FRA que le permita mantener el flujo de intereses equilibrado.

Para el cálculo del tipo de interés convendría acordar en el contrato FRA se recurrirá a la fórmula del interés implícito ⁸.

Sea C_1 el montante de nuestra operación de activo el cual tenemos colocado a un tipo fijo anual i_f cuyo equivalente semestral será:

$$i_f : 2 = i$$

Sea C_2 el montante correspondiente a la operación de pasivo (que para simplificar consideraremos por un valor igual a C_1) y por el cual se está pagando un tipo i'_v revisable a 90 días.

Tendremos que, al tipo variable i'' a pagar en el futuro para el cual se igualarían los intereses cobrados y pagados vendrá determinado por:

$$C_2 (1 + i') = C'_2$$

$$C'_2 (1 + i'') = C''_2 = C_2 (1 + i') (1 + i'')$$

⁸ Los mercados de futuro financieros pág. 103.

en el valor de i'' que igualaría los intereses cobrados con los pagados sería:

$$C_1 (1 + i) = C_2 (1 + i') (1 + i'')$$

despejando i_2 tendremos:

$$i'' = \frac{C_1(1+i)}{C_2(1+i')} - 1 = \frac{C_1(1+i) - C_2(1+i')}{C_2(1+i')}$$

$$i'' = \frac{i - i'}{1 + i'}$$

Este tipo i'' a pagar por las operaciones de pasivo igualaría el importe de los intereses cobrados por las operaciones de activo. En el caso de que las expectativas de alza de los tipos de interés del mercado estén por encima de dicho tipo i'' , la empresa formalizará un contrato FRA tratando de que el tipo acordado sea precisamente este tipo i'' calculado.

El ejemplo se ha realizado considerando una empresa que cobra un tipo de interés fijo por sus operaciones de activo y que trata de cubrirse contra un alza del tipo de interés al cual tiene referenciada su operación de pasivo. Pero, igualmente el planteamiento será válido para el caso inverso, esto es, una empresa que pague un interés fijo por sus pasivos y cobre uno variables por sus préstamos. En este caso, la cobertura se realizaría ante la

expectativa de que se produzca una baja de los tipos variables a cobrar que conllevará un desequilibrio de los flujos por intereses haciendo que:

$$\text{Intereses pagados} > \text{Intereses cobrados}$$

Esto da lugar a situaciones contrapuestas, los prestatarios que tienen sus pasivos referenciados a un tipo variable tratarán de cubrirse contra un alza de los tipos mientras que los prestamistas que tienen sus activos referenciados igualmente a un tipo variable intentarán cubrirse contra una bajada de los tipos. Esto es lo que llevará a ambos a formalizar un contrato FRA que, como ya hemos visto en el ejemplo primero asegurará para el futuro inmediato un tipo a pagar o a cobrar, según el caso.

3.3.- Contratos sobre índices bursátiles

Una cobertura importante es la que se realiza contra el riesgo de reducción en el valor de una cartera de títulos de renta variable. Es importante por las continuas oscilaciones a las que se ven sometidas las cotizaciones de los títulos de estas características ⁹.

Esta cobertura se realiza mediante la formalización de los llamados contratos sobre índices bursátiles y que generalmente sólo se negocian en el mercado de futuros.

Hemos visto que el ratio de cobertura gira en torno al precio del Bono nacional, cuando se trata de cubrirse contra los riesgos derivados de la tenencia de una cartera de

⁹ Operativa sobre opciones y futuros del IBEX 35 por R. Cancio y Pablo Fernández en **Cinco Días** (29-2-92).

renta fija y del precio de los contratos tomados al descuento cuando el riesgo a cubrir está determinado por la evolución desfavorable de los tipos de interés. En el caso de realizar una cobertura contra una caída en la cotización de los títulos de renta variable el ratio se basa en la evolución de índices bursátiles específicos. En el caso español este índice es el IBEX 35.

El índice IBEX 35 es el resultante de tomar, los índices de cotización de los 35 valores más significativos negociados en la Bolsa. Dichos índices de cotización, una vez ponderados por los volúmenes negociados, nos dará un sólo índice que se aplica a un título de valor nominal igual a 1.000 Ptas.

Ejemplo: Cálculo del IBEX 35 correspondiente a un día x:

Índice bursátil ponderado correspondiente a los 35 valores elegidos 286,5%

$$\text{Título nominal de 1.000 Ptas. } 286, \frac{5}{100} = 2.865 \text{ índice IBEX 35}$$

Por ser estos 35 valores elegidos los más sólidos y estables del mercado, lo normal es que el índice IBEX 35 sea siempre más alto que el general de la Bolsa. Sin embargo, la correlación entre la evolución de ambos índices es bastante alta situándose en torno al 98% en el caso de la Bolsa de Madrid.

Las Bolsas más importantes del mundo tienen su propio índice para poder formalizar contratos en el mercado de futuros. Así tenemos entre los más importantes:

ESTADOS UNIDOS	S & P 500
JAPÓN	Nikei 225
FRANCIA	CAC 40
INGLATERRA	FTSE 100
ALEMANIA	DAX
BRASIL	Ibovespa

Para realizar la cobertura procederíamos de la siguiente manera. Supongamos una empresa que mantiene una cartera compuesta por diferentes clases de títulos:

Nominal	Índice de cotización actual	Valor de la inversión	Índice de cotización ponderado
A 10.000.000	220	22.000.000	-
B 5.000.000	110	5.500.000	-
C 2.000.000	106	2.120.000	-
17.000.000	-	29.620.000	174,24

Se espera una caída en las cotizaciones fijando la volatilidad para los próximos 90 días para cada título en los siguientes valores:

Volatilidad	Índice cotización estimado	Valor de la inversión estimado	Índice ponderado estimado
A 8%	202	20.200.000	-
B 10%	99	4.950.000	-
C 12%	93,2	1.865.600	-
		27.015.600	158,92

Como vemos, de confirmarse las expectativas se produciría una pérdida en el valor de la inversión por un importe de:

$$\frac{17.000.000}{100} (174,24 - 158,92) = 2.604.400 \text{ Ptas.}$$

Para cubrirse de esta pérdida la empresa deberá acudir al mercado de futuros para vender contratos sobre el IBEX 35. La estrategia será la misma que en los casos anteriores. Vender hoy a un precio más alto que aquél al que se podrá recomprar en el futuro.

El contrato sobre el IBEX 35, se cotiza hoy a 2.836 Ptas. La volatilidad calculada a los 90 días es del 5%. Siendo así, la empresa venderá hoy a 2.836 esperando que el precio dentro de 90 días descenderá a 2.694. De cumplirse estas expectativas al

vencimiento, el vendedor recibirá del comprador la diferencia estimada, esto es $2.836 - 2.694 = 142$ Ptas. por acción. En caso contrario, es decir, si el índice al vencimiento fuera superior a 2.836, sería el vendedor quien debería pagar la diferencia al comprador. Esto es importante tenerlo en cuenta porque significa que operar con futuros conlleva evidentemente un riesgo.

Ahora sólo faltaría determinar cuantas acciones debería vender la empresa para cubrir el 100% de su riesgo.

Beneficio por acción = 142 Ptas.

Pérdida a cubrir = 2.604.400 Ptas.

$$\text{Acciones a vender} = \frac{2.604.400}{142} = 18.340,85$$

Como los contratos sobre el IBEX 35 son bloques de 100 acciones:

$$\text{Contratos a formalizar} = \frac{18.340,85}{100} = 183,4 = 184 \text{ contratos}$$

Siendo cada contrato de:

$$100 \text{ acciones} \times 1.000 \text{ Ptas.} = 100.000 \text{ Ptas.}$$

Todas estas operaciones podríamos expresarlas igualmente de la siguiente manera:

Valor de la cartera x Variación de la cartera[*] =

N 100 x Variación estimada del índice IBEX 35

[*] en tanto por uno

Despejando el valor de **N** (número de contratos) tendremos:

$$N = \frac{\text{Valor de la cartera}}{100} \times \frac{\text{Variación de la cartera}}{\text{Variación índice IBEX 35}}$$

A la relación entre la variación de la cartera y la variación del índice IBEX 35 se le denomina **BETA de la cartera**.

Aplicando los valores del ejemplo tendremos:

$$B = \frac{\frac{(174,24 - 158,92)}{100}}{(2.836 - 2.552)} = \frac{0,1532}{142}$$

luego:

$$N = \frac{17.000.000}{100} \times 0,0001078 = 183,39 = 184 \text{ contratos}$$

necesarios para efectuar la cobertura. Veamos: cada contrato tiene 100 acciones. De cada acción se espera obtener 142 ptas. de beneficio. Luego *beneficio esperado por contrato*, 14.200 Ptas.

$$14.200 \text{ Ptas.} \times 184 = 2.612.800 \text{ Ptas.}$$

3.4.- Contratos sobre divisas

En cuanto a la cobertura de los riesgos derivados de una fluctuación en los tipos de cambio, nos podemos encontrar con dos casos¹⁰:

a) Que la necesidad de cobertura esté motivada por la conversión de un activo o pasivo circulante denominado en moneda extranjera.

En este caso, y para aquellas empresas que mantengan en su Balance operaciones de activo y pasivo en moneda extranjera, será necesario que antes de decidir la operación de cobertura, cuantifique la pérdida global que le supone la fluctuación del cambio ya que la pérdida derivada de una reducción del activo puede verse compensada con un beneficio por la operación de pasivo.

Esta compensación dependerá de los saldos existentes en moneda extranjera en un momento determinado y de los cambios que fueron aplicados a las operaciones al registrarlas.

¹⁰ Basado en las notas en EBI de Enrique Vidal-Ribas.

Así si tenemos un crédito de 10.000 dólares contabilizado al cambio vigente en el momento de la operación de $1\$ = 100$ Ptas. y al mismo tiempo existe un pasivo por 20.000\$ registrado a un cambio de $1\$ = 105$ Ptas. en el caso de una devaluación de la peseta, es decir, que el cambio nominal pase a ser de $1\$ = 100$ Ptas., la empresa en cuestión obtendrá una diferencia positiva de cambio por la realización de su activo por:

$$10.000 \times 10 = 100.000 \text{ Ptas.}$$

y una diferencia negativa al hacer efectivo su pasivo por:

$$20.000 \times 5 = 100.000 \text{ Ptas.}$$

Evidentemente, en el caso contrario, esto es para una revaluación de la peseta que sitúe el cambio en $1\$ = 90$, los resultados de la operación serían inversos. Una pérdida por la conversión del activo y un beneficio por el pago del pasivo.

En el caso de que las diferencias de cambio no se compensen, para efectuar la cobertura deberá cumplirse que:

$$\text{Diferencia negativa esperada} - \text{Diferencia positiva esperada} > \text{Coste cobertura}$$

ya que de no ser así la empresa preferirá asumir el riesgo.

Si la empresa decide cubrirse contra el riesgo se puede instrumentar la cobertura a corto plazo de dos formas:

a) Formalizando un contrato a plazo en el MERCADO SIMPLE

b) Formalizando el contrato en el MERCADO DE FUTUROS

La elección dependerá básicamente de sus disponibilidades o necesidades en divisas. Hay que tener en cuenta que, en el mercado simple, es decir cuando se trata de acuerdos simples entre dos partes sin que intervenga el mercado, es absolutamente necesario la entrega física del objeto del contrato. Esto quiere decir que, si la empresa formaliza un contrato de venta deberá entregar el importe en divisas contratado y si es de compra las recibirá. Siendo así no podrá vender más divisas que las que espera recibir por sus créditos en moneda extranjera ni le convendrá adquirir más volumen de divisas que el que necesite pagar por sus pasivos.

Sin embargo, en el mercado de futuros, la entrega física no es esencial ya que los contratos formalizados se liquidan por la diferencia existente al vencimiento entre el precio de venta y el de compra aplicados al volumen pactado.

a) Cobertura en el mercado a plazo simple

En este caso la empresa negociará un contrato "forward" (seguro de cambio) consistente en un acuerdo bilateral con otra contrapartida, generalmente una entidad financiera, mediante el cual se fijará un tipo de cambio hoy al cual se realizará la entrega de la divisa en una fecha futura.

Así, una empresa que va a realizar un crédito en los próximos 90 días y espera que la moneda en que está denominado bajará, tratará de cubrirse contra esta pérdida

vendiendo anticipadamente la divisa que va a recibir a un tipo de cambio más favorable que el que espera estará vigente en el mercado de contado en los próximos 90 días de tal forma que:

Tipo cambio contrato > Tipo cambio contado dentro 90 días

Si al vencimiento se confirma esta expectativa la empresa habrá conseguido cubrirse parcialmente de la pérdida, ya que para una tendencia a la baja del cambio de una divisa debe cumplirse que:

Tipo contado hoy > Tipo contrato > Tipo contado a 90 días

Es decir, suponiendo que el dólar esté hoy a $1 \$ = 100$ Ptas. y su tendencia es a la baja, esperándose un cambio a los 90 días de $1 \$ = 95$ ptas., está claro que el precio de venta para el contrato será:

Precio venta (forward) > contrato = 95

si al vencimiento la volatilidad de la divisa es mayor que la esperada y el tipo de cambio a esa fecha es < 95 , digamos **93**, la empresa habrá conseguido reducir su pérdida en 2 Ptas. por dólar recibido. Veamos:

Cambio al que se encuentra registrada la operación	100
Cambio al que se convierte la operación según precio de cotización en el mercado	93
Pérdida contable	7
Venta divisa operación seguro de cambio	95
Beneficio venta	2

Como vemos la cobertura es parcial. Para poder cubrir el 100% del riesgo, es decir, las 7 Ptas. por dólar, hubiera tenido que vender más dólares. Como esto no sería posible porque no dispone de más dólares.

Para realizar una cobertura del 100% del riesgo, la empresa tendría que recurrir a formalizar la venta de un número determinado de contratos a plazo sobre divisas en el mercado de futuros, en el cual puede evitarse la entrega de la divisa.

b) Cobertura en el mercado de futuros

La estrategia en este caso sería la siguiente:

Suponiendo un crédito a cobrar de	10.000\$
Precio venta del contrato a plazo a 90 días	95 Ptas./\$
Volatilidad del cambio a 90 días	2,2%
Nominal de cada contrato	1.000\$

Aplicando la fórmula que ya venimos utilizando para calcular el número de contratos necesarios para realizar una cobertura del 100% del riesgo, tendremos:

$$10.000 \times 7 = 70.000 = N \cdot 1.000 (95 - 93)$$

$$N = \frac{70.000}{1.000 \times 2} = 3,5 = 4 \text{ contratos}$$

Como cada contrato puede reportarle un beneficio de:

$$1.000 \times 2 = 20.000$$

los cuatro contratos le proporcionarán un total de 80.000 que le cubriría de la pérdida esperada.

Si por el contrario la empresa necesita hacer frente a un pago de pasivo y estima que el precio de la moneda de denominación tiende a subir, el objeto de los contratos será la compra anticipada de dicha moneda.

Cuando se trata de cubrir los riesgos derivados de un activo permanente denominado en moneda extranjera, el hecho de no poder desprenderse de dicho activo supone la necesidad de realizar la cobertura mediante contratos a futuros. Ahora bien, es evidente que, cuando se trata de una moneda de denominación para la cual se mantienen continuamente expectativas a la baja en su cotización, la operación de cobertura consistente en la venta y recompra deberá repetirse sucesivamente. Esta utilización

sucesiva de los contratos de futuros sobre una determinada moneda son el origen de los movimientos especulativos que dan lugar a fuertes tensiones en los mercados de cambio.

En el caso de que quiera realizarse una cobertura por un plazo superior a un año, la empresa deberá recurrir a la utilización de otra clase de instrumento de cobertura como son las operaciones swaps sobre divisas. La razón de ello es que los contratos a futuros tienen vencimientos determinados y en el mercado simple es difícil negociar acuerdos a plazos superiores a doce meses.

4.- EL CONCEPTO DE BASE¹¹

Así como es importante conocer la volatilidad de los precios de los contratos de cobertura con el fin de calificar la conveniencia de los precios a concertar, es también, imprescindible recurrir al análisis de la Base cuando se contempla posibilidad de utilizar un contrato a futuros como cobertura ya que, de dicho análisis, podremos decidir, sobre la conveniencia o no de utilizar este instrumento.

Supongamos el caso de una expectativa de caída de precios de los títulos que, como ya hemos visto estará asociada a un alza de los tipos. Si representamos gráficamente la curva de evolución esperada de los tipos en distintos momentos futuros, tendremos:

¹¹ Los mercados de futuros financieros pág. 113.

EVOLUCIÓN ESPERADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS

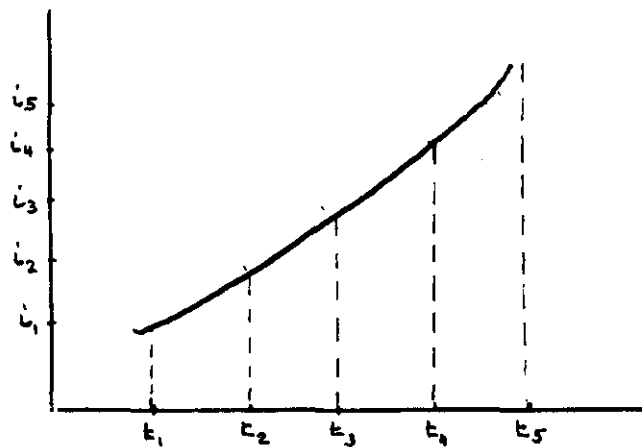


Gráfico 1

Siendo:

C_1 = precio de contado en el momento t_1

$\frac{F_1}{t_2}$ = *precio teórico del futuro en t_1 con vencimiento en t_2*

R = el cupón devengado por el título

N = Nominal del título

tendremos que:

$$C_1 = R^n \sum_{s=1} (1+i_1)^{-s} + N (1+i_1)^{-s}$$

$$\frac{F_1}{t_2} = R^n \sum_{s=1} (1+i_2)^{-(s-x)} + N (1+i_2)^{-(s-x)}$$

Donde $s-x = t_2$

Siendo, como vemos en el gráfico 1

$$i_n > i_{n-1} > \dots > i_3 > i_2 > i_1$$

resultará que para cada uno de los momentos considerados:

$$C_1 > \frac{F_1}{t_2}$$

$$C_2 > \frac{F_2}{t_3}$$

.....

$$C_n > \frac{F_n}{t_{n+1}}$$

pero también resultará que, si i_1 tiende a subir hasta i_2 cumpliéndose las expectativas existentes en el momento t_1 , por el llamado **principio de convergencia**, a su vencimiento, el precio teórico del futuro hoy, F_1/t_2 para un determinado título, será igual a su precio de contado, C_2 en un momento subsiguiente. Por tanto, podemos establecer de forma general:

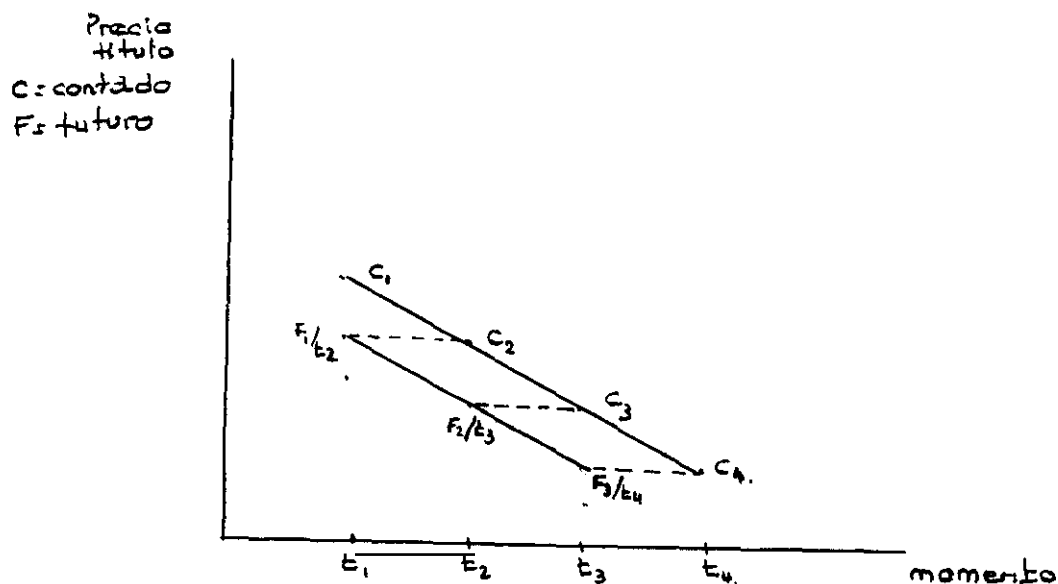
$$C_2 = \frac{F_1}{t_2}$$

$$C_3 = \frac{F_2}{t_3}$$

.....

$$C_n = \frac{F_{n-1}}{t_n}$$

gráficamente:



Ahora bien es evidente que, dependiendo de como evolucionen los tipos de interés, desde la fecha de formalización del contrato de futuro, podrá resultar que al vencimiento, el tipo de mercado sea mayor o menor que el tipo i_2 al que fue calculado el precio del contrato con lo cual puede suceder que

$$\frac{F_1}{t_2} \leq \geq C_2$$

lo que puede significar un coste de oportunidad asociado al precio de venta o compra del contrato. Así en caso de un contrato de venta para

$$C_2 - \frac{F_1}{t_2} > 0 \text{ se produciría un coste}$$

Sin embargo, el resultado final de la operación dependerá del diferencial que pueda producirse en la liquidación del contrato de futuro y que vendrá determinado por el precio F_2/t_3 que el futuro tenga en el mercado en el momento del vencimiento y que vendrá determinado por las expectativas de evolución de los tipos. Esto es por:

$$\frac{F_1}{t_2} - \frac{F_2}{t_3}$$

uniendo ambos resultados tendremos:

$$(C_2 - \frac{F_1}{t_2}) + (\frac{F_1}{t_2} - \frac{F_2}{t_3})$$

una valoración de la operación considerando los costes de oportunidad:

$$C_2 - \frac{F_2}{t_3}$$

Esto nos indica que existe una correlación entre los precios de contado y los precios del futuro. Por ello, será equivalente hacer un seguimiento de la evolución de los tipos que si se hace del diferencial:

$$C_n - \frac{F_n}{t_{n+1}}$$

que es precisamente lo que se llama **BASE**.

Esta es la técnica que utilizan los operadores. En lugar de analizar la evolución de los tipos al contado y el de los futuros, lo que calculan es la tendencia de las bases con lo cual, el cálculo de probabilidades se reduce a la obtención de un sólo valor, el de la Base, simplificando la operativa. Esto es lo que se llama **calcular el riesgo de la Base**.

El cálculo del riesgo de la base permite definir la conveniencia o no de utilizar un futuro. Sabemos que la estrategia al utilizar un futuro es la de vender y recomprar o comprar y revender, según sea la tendencia del mercado en cuanto al precio del objeto del contrato. El éxito de esta estrategia dependerá de que, al vencimiento del contrato, sea máxima la diferencia entre, el precio de venta con el de recompra o viceversa.

Siendo así, ante una expectativa bajista de precios, la cobertura estará sustentada, por vender lo más caro posible para después recomprar al precio más barato posible. Ahora bien, es evidente que esta operación podremos realizarla utilizando básicamente dos sistemas, considerando, claro está, que estamos en condiciones de entregar el activo sobre el cual subyace el riesgo de pérdida:

a) Acudir al mercado de contado

b) Formalizar un contrato a futuros

a) Acudir al mercado de contado.

En este caso venderíamos hoy (momento t_1) al precio C_1 , recomprando en el futuro (momento t_2).

El beneficio vendría determinado por la diferencia de precios entre ambas operaciones:

$$B^o = C_1 - C_2$$

Esto se llamaría utilizar una **estrategia ELEMENTAL**.

b) Formalizar un contrato de futuros

El contrato consistiría en vender el contrato hoy (momento t_1) al precio F_1/t_2 , simplificando le llamaremos F_1 para recomprarlo al precio que tenga en el momento t_2 , llamémosle F_2 .

El beneficio vendría determinado por:

$$B^o = F_1 - F_2$$

A esto se le denomina **estrategia con FUTUROS**.

Evidentemente se realizará la estrategia con futuros si se cumple que:

$$(F_1 - F_2) - (C_1 - C_2) > 0$$

transponiendo términos tendremos la fórmula expresada en conceptos de base:

$$(F_1 - C_1) - (F_2 - C_2) = B$$

Siendo:

$$F_1 - C_1 = B_1 \text{ base en } t_1$$

$$F_2 - C_2 = B_2 \text{ base en } t_2$$

$$B = B_1 - B_2$$

De donde puede deducirse que:

Para $B > 0$ interesa utilizar futuros porque en este caso la estrategia con futuros reporta mayor beneficio que la estrategia elemental. Por tanto,

Si $B < 0$ no interesa utilizar futuros

Si $B = 0$ será indiferente

Teniendo en cuenta que el precio de un futuro F_1/t_2 (precio teórico del contrato de futuro en el momento t_1 con vencimiento en t_2) se establece al final de una sesión y en base a los precios cotizados en las seis sesiones precedentes y que los plazos para los cuales se fijan los precios es de 30 días, resultará que:

$$Si \frac{F_1}{t_2} > \frac{F_2}{t_3} > \dots > \frac{F_n}{t_{n+1}}$$

esto significará que se confirma una tendencia alcista de los tipos (bajada de los precios de los títulos). Luego si relacionamos los precios de los contratos en cada momento t nos marcará la tendencia de los rendimientos:

$$\frac{\frac{F_1}{t_2}}{\frac{F_2}{t_3}} > \frac{\frac{F_2}{t_3}}{\frac{F_3}{t_4}} > \dots > \frac{\frac{F_{n-1}}{t_n}}{\frac{F_n}{t_{n+1}}}$$

A estos valores se les denomina **spreads** que, en la medida que sean positivos y den lugar a una serie decreciente, indicarán un rendimiento normal es decir bases positivas

$$C_n - \frac{F_n}{t_{n+1}} > 0$$

que nos indicarán la conveniencia de utilizar un contrato de futuros como instrumento de cobertura.

5.- MERCADOS DE CONTRATOS DE FUTUROS; EL MERCADO SIMPLE Y EL NORMALIZADO

5.1.- Introducción

Cuando hoy se habla de contratos a plazo o de futuros parece como si únicamente existiera un mercado a plazo en el cual se negocian instrumentos financieros. Se olvida la existencia de un mercado a plazo en el cual el objeto de los contratos consiste en productos físicos, tanto agrícolas como industriales y que es el precursor del tan utilizado en nuestros días para formalizar contratos sobre instrumentos financieros.

Ahora bien, ¿cual es la razón de la aparición de estos mercados a plazo y su evolución hasta llegar al mercado actual de futuros?

En los mercados a plazo se negocian contratos en los cuales el precio del objeto se fija hoy pero comprometiendo la entrega del objeto para un futuro predeterminado. Así

estos contratos permiten que, aquél que tiene un excedente en activos pueda asegurar su venta, obtener liquidez y además cubrirse ante una posible baja de los precios de dicho activo. Por su parte, la contrapartida del contrato, será aquella que, disponiendo de un excedente monetario, lo utilizará bien comprando ante la expectativa de una subida de los precios en los activos a adquirir en un futuro o bien prestará dicho excedente. En cualquier caso rentabilizará su disposición de fondos ya que, de no ser así, no formalizaría el contrato como comprador.

Esta es la esencia del contrato a plazo en todas sus manifestaciones. El que vende lo hace porque estima que el precio de sus activos bajará en el futuro y trata por tanto de evitar pérdidas y el que compra lo hace porque estima que el precio de los activos a adquirir subirán en el futuro o con lo cual tienen la posibilidad de obtener beneficio futuro.

Por tanto, está claro que, en su origen el contrato a plazo nace por dos circunstancias:

1ª Para utilizarlo como un instrumento de cobertura por parte del vendedor y por un ánimo de especulación por parte del comprador.

2ª Dar liquidez al mercado anticipando la realización de activos movilizandolos los excedentes monetarios.

Por otra parte, los contratos a plazo son una consecuencia lógica en la evolución de las transacciones económicas. En un principio las transacciones comerciales se basaban en la realización del trueque que, en definitiva, era un intercambio de excedentes. Este tipo de transacciones planteaba en ocasiones el problema de que una de las partes no estuviera

interesada en aceptar los excedentes ofrecidos por la otra con lo cual difícilmente podría realizarse ningún tipo de intercambio.

Para solucionar estas limitaciones aparece el dinero o medio de pago de general aceptación que vendrá a sustituir a aquellos excedentes no aceptables. Así una de las partes entregará un excedente recibiendo a cambio otro bien, el dinero, por una cantidad equivalente que será en definitiva el precio del bien recibido.

Este dinero, al ser un bien aceptado por todos como medio de pago, será mantenido por su poseedor como una reserva de valor con el fin de canjearlo por un bien determinado que le sea necesario eligiendo, para realizar la transacción el momento que le resulte más conveniente.

Evidentemente ese momento más favorable va a depender de los precios del bien deseado el cual, a su vez, estará en función de las cantidades disponibles de dicho bien en el mercado y de la demanda existente sobre el mismo. Este intervalo de tiempo que se produce, entre el momento en que un vendedor recibe el dinero y el de su aplicación a una adquisición, va a provocar que, durante un cierto período de tiempo se produzca el excedente de un activo. Un excedente que expone a riesgos de pérdidas a sus poseedores ya que es evidente que cuando un bien permanece largo tiempo en el activo aumentan los riesgos por obsolescencia, caída de los precios, costes de oportunidad o gastos de financiación.

El contrato a plazo viene a remediar en parte esta situación ya que, el poseedor de un activo con expectativas de una baja en su precio, tratará de vender hoy a un precio determinado, aun cuando la entrega física la realice más adelante, anticipándose a una

situación futura del mercado en la cual espera que mañana el precio del activo sea inferior al de hoy. Por su parte el comprador, que esperaba un aumento más favorable para comprar, ante una expectativa de que los precios subirán adelantará su compra con el fin de asegurarse un aprovisionamiento futuro en mejores condiciones de precio.

En resumen, los contratos a plazo tuvieron su origen debido a las siguientes circunstancias:

- Por situaciones de excedentes o recursos ociosos. Al menos por parte de uno de los participantes en el contrato.
- Por expectativas de pérdidas para el vendedor y la posibilidad de obtener un beneficio por el comprador.
- Por la existencia de expectativas contrapuestas, entre comprador y vendedor, en cuanto a la evolución futura de los precios.

Para apoyar esta opinión interesa llamar la atención sobre el hecho de que los primeros contratos a plazo, cuyo objeto era productos físicos y de los cuales se tienen noticia, se realizaron en el Japón en el siglo XVII siendo el trigo el objeto de los contratos. La finalidad de estos contratos eran proporcionar liquidez a los propietarios de las plantaciones sin disponer aun de los stocks.

En Occidente el primer contrato data de 1865 siendo igualmente el trigo su objeto pero, tuvo tanta aceptación que rápidamente el objeto de los contratos se diversificó hacia otros productos. Esto llevó a la creación de la Chicago Board of Trade (CBOT)¹².

Hasta 1972 no se realizaron los primeros contratos a plazo con productos financieros por la International Monetary Market (IMM) de Chicago siendo en este caso siete divisas las que se utilizaron como objetos de los contratos. Estos contratos forward sobre divisas (seguros de cambio) era una necesidad impuesta por las circunstancias para aquellos que, negociando con monedas extranjeras, estaban expuestos a que sus stocks en divisas sufrieran las pérdidas derivadas de las constantes fluctuaciones en los cambios desatadas por la crisis monetaria y financiera de los años 70 ¹³.

A las puertas de la década de los ochenta comienza la evolución de los mercados financieros. El proceso de instrumentalización va a desarrollar el volumen de las carteras de instrumentos de financiación por otra parte fuertemente expuestas a riesgos de pérdidas en su valor liquidativo como consecuencia de la variabilidad de los tipos de interés.

Se desarrollan así unos nuevos activos realizables y sujetos a variación de sus precios. Estos activos se incorporarán rápidamente como objeto de los contratos a plazo. Son los contratos sobre Bonos el primero de los cuales lo realizó la CBOT en 1977. Como quiera que existían una gran diversidad de clases de Bonos en cuanto a sus características, valor nominal, tipo de interés, plazo de amortización etc., con el fin de facilitar la negociación de esta clase de contratos, se crea la figura del Bono NOCIONAL que es un

¹² Los mercados de futuros financieros, pág. 14.

¹³ Los mercados de futuros financieros, pág. 19.

activo subyacente que tiene unas características definidas en cuanto a su valor nominal, tipo de interés y vencimiento.

Este Bono Nocional, es el que se utiliza como objeto del contrato a plazo sobre bonos y, en el caso de que llegado el vencimiento hubiera que entregar físicamente un Bono dicho bono Nocional se sustituiría por uno Bono equivalente existente en el mercado. Es el llamado Bono ENTREGABLE cuyos rendimientos serán equivalentes a los del Bono nocional negociado y que deberá encontrarse incluido en la lista de títulos aceptables previamente establecida por el mercado.

Así hasta comienzos de los ochenta, los contratos a plazo, cuyo objeto son instrumentos financieros, incorporan aún las mismas motivaciones y características que inspiraron el origen de los contratos a plazo como son básicamente que:

- El objeto del contrato sea un activo físicamente transmisible.
- Dicho activo esté expuesto a un riesgo de pérdida.
- Existan expectativas contrapuestas en relación con la evolución de los precios de estos activos por parte del vendedor y comprador.

Ahora bien, de igual manera que la variabilidad de los tipos de interés puede provocar pérdidas al tenedor de una cartera de renta fija, esta misma variabilidad de los tipos puede provocar también pérdidas a prestamistas y prestatarios. Siendo así, ¿por qué no arbitrar un contrato que permita cubrirse a los tomadores y proveedores de fondos de las pérdidas que están asociadas a los cambios de los tipos de interés? Bajo este concepto

aparecen los contratos sobre tipos de interés al que después seguirían siendo la misma filosofía los contratos sobre índices bursátiles.

A partir de aquí, es evidente que los contratos a plazo pierden una de sus características esenciales, como es la transmisión del activo objeto del contrato ya que, como vimos al analizar los contratos de cobertura sobre tipos e índices bursátiles, el contrato no se soporta sobre un activo a transmitir sino sobre la variabilidad de los tipos, que se aplica sobre un montante nominal, o sobre la evolución del índice que está aplicado igualmente a un activo subyacente.

Prácticamente, hasta 1975, los contratos a plazo se formalizaban mediante acuerdos bilaterales entre las partes ajustando las condiciones a las necesidades particulares de cada uno de ellos por lo que podían considerarse contratos a medida. Este es el llamado **MERCADO SIMPLE u Over The Counter (O.T.C.)**, para el cual no existen normas específicas que lo regulen, rigiéndose únicamente por las condiciones pactadas entre las partes, una de las cuales generalmente es una entidad financiera.

Como quiera que este mercado simple O.T.C. adolece de una serie de deficiencias, entre las que se encuentran:

- El riesgo de incumplimiento por una de las partes ante una evolución desfavorable, para ella, de los términos del contrato.
- La imposibilidad de poder realizar el contrato antes de su vencimiento.
- La necesidad de efectuar la entrega física del objeto del contrato.

fue necesaria la creación de un mercado normalizado al cual se le conoce también como **MERCADO DE FUTUROS**.

La regulación de este mercado normalizado le fue confiada en 1975 a la COMODITY FUTURES TRADING COMPANY COMISSION en EE.UU., produciéndose a partir de entonces una continua expansión de mercados de futuros por todo el mundo. Así, tenemos:

El American Stock Echange en EE.UU.

London Internacional Financial Futures en Londres.

Tokyo Stock Echange en Tokyo.

Hong Kong Futures Echange en Hong Kong.

Marché a Terme des Instruments Financiers en París.

Mercado de Futuros Financieros en Barcelona.

5.2.- Diferencias entre mercado simple y normalizado¹⁴

Salvo los contratos de permuta financiera y los FRA que se negocian en el mercado simple o los contratos sobre índices bursátiles, que son privativos del mercado de futuros, los demás contratos a plazo sobre Bonos, tipos de interés, divisas u opciones, pueden negociarse indistintamente en el mercado a plazo simple O.T.C. ó en el de futuros. Ahora bien, dadas las especiales características de cada uno de ellos, como veremos más adelante, la elección de negociar un contrato en uno u otro mercado, va a depender de la operación subyacente ya que, dependiendo de dicha operación, conllevará ventajas o inconvenientes.

¹⁴ Basado en apuntes de Analistas Financieros Internacionales.

Como ya hemos indicado el mercado a plazo simple O.T.C. se caracteriza fundamentalmente porque las condiciones en las cuales se establecen los contratos no se ajustan a unas normas standard, por ello se le llama también mercado No Organizado, por tanto, las condiciones en cuanto a precio, vencimiento y realización, se establecen libremente por los intervinientes. Esta sistemática de contratación, si bien puede representar grandes ventajas, también puede conllevar sus inconvenientes.

El primero es que para realizar el contrato habrá que esperar necesariamente a su vencimiento ya que, al estar establecido el contrato en unas condiciones particulares, será difícil encontrar a un tercero que esté dispuesto a subrogarse porque, las condiciones en las cuales fue establecido, no se ajustará probablemente a sus necesidades. Es por tanto casi imposible la existencia de un mercado secundario para estos tipos de contratos por lo cual, la aparición en el mercado de una circunstancia contraria a las expectativas de uno de los contratantes que pueda suponer para él una pérdida o la realización de un beneficio, esa imposibilidad de poder realizar el contrato antes del vencimiento, le impedirá evitar la pérdida u obtener la ganancia, debiendo inevitablemente realizar el contrato en las condiciones previamente pactadas.

El segundo es que, en el mercado No organizado los contratos negociados exigen, generalmente, la entrega física del objeto del contrato. Esta condición queda a elección del vendedor del contrato y conlleva que, si el objeto del contrato es un activo subyacente, como es el caso típico del Bono nocional, el vendedor deberá acudir al mercado para adquirir un título equivalente. Por el contrario, en el mercado de futuros si bien el comprador puede exigir que se realice la entrega, no suele ser lo usual liquidándose el contrato por diferencia.

El tercer aspecto negativo del mercado simple o No organizado respecto al de futuros es el del factor riesgo. Es el riesgo que se deriva de la posibilidad de incumplimiento de los términos del contrato por una de las partes intervinientes como consecuencia, de una insolvencia o bien porque, debido a la evolución del mercado, la realización del contrato le resulte en condiciones desfavorables. Para evitar estos riesgos los participantes en un contrato a plazo suelen exigir habitualmente determinadas garantías o depósitos.

Estos inconvenientes, unido al incremento en el precio de los instrumentos negociados como consecuencia del aumento de los costos financieros derivados del aumento en el volumen de los contratos a financiar llevó, como ya hemos indicado a la necesidad de crear el Mercado Normalizado.

5.3. Características del mercado normalizado¹⁵

A diferencia del mercado simple en el mercado de futuros los contratos negociados se rigen por unas normas estandarizadas, los precios de los productos vienen determinados por el mercado y además se garantiza el buen fin de los contratos. Los mercados de futuros es una organización que se apoya fundamentalmente en una Asociación de Miembros (Bolsa) cuyo función es:

- Definir los términos estandarizados de los contratos.
- Fijar los límites de fluctuación de los precios y determinar los márgenes iniciales para cada contrato.

¹⁵ Información MEFF renta fija, apuntes de analistas financieros. El mercado de futuros financieros (M. Borrell y A. Roa). El Reglamento MEFF de futuros derivados operaciones renta variable.

- Elaborar las reglas del mercado que serán de aplicación para todos los miembros asegurando así la existencia de un mercado competitivo.

- Establecer una Cámara de Compensación cuya misión será:

- a) Realizar una función de comprador para el vendedor y de vendedor para el comprador.

- b) *Garantizar el buen fin y seguridad financiera de contratos.*

- c) Efectuar la liquidación de los movimientos de títulos y fondos resultantes de las distintas negociaciones cargando y abonando tales movimientos en la cuenta de los Miembros.

5.3.1. Elementos intervinientes en el mercado de futuros y liquidación de las operaciones

En el mercado simple o no organizado el contrato y sus condiciones se negocian directamente entre las partes y se confirma mediante la firma de un contrato de adhesión entre la entidad financiera y su cliente.

En el mercado a plazo normalizado o de futuros, el sistema de funcionamiento así como las partes intervinientes son muy distintas, tanto desde el inicio de la operación como hasta su liquidación. Los intervinientes en estos contratos son:

- El **Ciente**, el cual por moverse en un mercado secundario, nunca entrará en contacto con la otra parte del contrato.
- Los **Miembros**, que pueden actuar de distintas formas en el mercado.
- La **Cámara de compensación**, que se sitúa entre los dos contratantes actuando de vendedor para el comprador y de comprador para el vendedor.

La forma de operar de cada uno de ellos es la siguientes:

CLIENTE: esta pasa su orden de transacción a su intermediario financiero. Dicha orden contendrá:

- a) El sentido de la operación (compra o venta)
- b) El tipo de contrato sobre el que se realiza la operación
- c) Número de contratos a realizar
- d) Miembro que la efectúa y liquida
- e) Precio de oferta-demanda o casación
- f) Tipo de orden (Market order) que pueden ser:

Orden Limitada: El operador fija un precio máximo de compra o un precio mínimo de venta, así como el volumen a negociar. La orden es almacenada y queda pendiente hasta su total ejecución o anulación.

Orden limitada inmediata: Se fija igualmente precio máximo de compra o mínimo de venta y el volumen a negociar, pero la orden se cancela automáticamente por la cuantía que no haya sido ejecutada.

Orden por lo mejor: El operador fija únicamente el volumen a negociar. La orden se ejecutará contra la mejor contrapartida existente y por todo el volumen fijado si es posible.

Orden stop: El operador fija el volumen a negocia, así como un precio de disparo. La orden queda almacenada hasta que sea anulada o hasta que el precio de la última operación del mercado alcance o supere (en caso de venta) el precio de disparo. En caso de compra si el precio mercado es igual o inferior. En ambos casos, el sistema libera automáticamente una orden por lo mejor.

Orden stop limitada: El operador fija el volumen a negociar y precio de disparo. Asimismo, fija el precio al que será emitida una orden limitada cuando el precio de mercado alcance/supere o iguale/sea inferior (según el caso) al precio de disparo.

Orden Todo o Nada: Esta orden es idéntica a la Limitada pero con la exigencia de que se ejecute la totalidad del volumen o ninguno.

Orden ataque: Esta orden es similar a la Limitada Inmediata pero el precio no es fijado por el operador sino que es el mejor precio de la contrapartida en compra o en venta existentes en ese momento en la pantalla del operador.

Orden market maker: El operador lanza al sistema dos Ordenes Limitadas, una en compra y otra en venta, con diferentes precios y volúmenes sobre el mismo vencimiento de un contrato.

Orden Straddle: Con esta orden el operador lanza al sistema dos órdenes Limitadas Inmediatas, una en compra y otra en venta sobre dos contratos diferentes o sobre dos vencimientos diferentes del mismo contrato. El volumen a negociar es el mismo en cada orden. Cuando el sistema las ejecuta lo hace conjuntamente y por el mismo volumen. El volumen restante es inmediatamente cancelado.

MIEMBROS: Participan en el mercado gestionando las órdenes recibidas. Puede ser de dos tipos atendiendo a sus objetivos y funciones:

a) **Floors Brokers:** *que actúan en el mercado gestionando órdenes tanto por cuenta propia como por cuenta de terceros.*

b) **Locals:** los cuales actúan únicamente por cuenta propia y son en realidad los que hacen mercado, ya que, al no conocer los precios de oferta del mercado, estos Locals se dejan arrastrar por sus predicciones que no siempre se cumplen. Esto les obliga a pasar continuamente de mantener una posición corta, consistente en la venta de contratos, a una posición larga que significa compra de contratos por lo cual están continuamente, por uno u otro motivo, actuando sobre el mercado proporcionándole liquidez.

Entre los Locals tenemos los Scalpers que siempre realizan operaciones de compra-venta aprovechando los movimientos a corto en el mercado, comprando cuando los precios

están ligeramente por debajo del precio de compra anterior o vendiendo cuando el precio se sitúa por encima del último precio de venta. Con ello tratan de obtener pequeños beneficios.

Otro tipo de Locals son los **Positions Traders** los cuales sólo se preocupan de las fluctuaciones de los precios a largo plazo conservando sus posiciones al respecto durante días y a veces durante meses. El mantener las posiciones abiertas, es decir, sin liquidar los contratos, contribuye a dar mayor liquidez al mercado.

De todo ello se desprende que, los Miembros que actúan sólo por cuenta propia son los creadores del mercado y los que le dan liquidez con su actuación.

Los Miembros realizan la gestión propiamente dicha pasando, las órdenes propias o las recibidas, a los operadores que las transmitirán a las pantallas electrónicas. Sobre este particular, hay que señalar que, en los mercados de futuros, **no es posible efectuar aplicaciones** esto es, no se puede cruzar una orden de compra y otra de venta al mismo precio. Está reglamentado que la operación debe tener lugar en el mercado con el fin de asegurar que la operación se cierra al mejor precio del mercado en un momento determinado.

La Cámara de Compensación (Operativa): Se encarga de efectuar la casación o mismatching de cada contrato. Es decir, comprará al vendedor y venderá al comprador, asumiendo todas las obligaciones financieras de la contrapartida.

Para asegurar el cumplimiento de las obligaciones, la Cámara exige a los Miembros liquidadores un depósito inicial para permitirles operar en el mercado. Se constituye así un Fondo de Garantía con el cual responder en caso de cumplimiento.

Además, por cada operación realizada el Miembro deberá efectuar un nuevo depósito. La cuantía de dicho depósito dependerá del número de contratos a realizar. Con cargo a estos depósitos se liquidarán diariamente, al final de cada sesión, las posiciones abiertas del cliente. Por esto, se fija un nivel mínimo que deben mantener dichos depósitos por debajo del cual el Miembro deberá reponer fondos con el fin de alcanzar nuevamente el nivel mínimo exigido.

El nivel de los depósitos se establece teniendo en cuenta:

- La cantidad mínima para garantizar las posiciones abiertas (contratos sin liquidar) al cierre diario.
- La volatilidad de los precios de los contratos negociados.
- La posición que mantenga en el mercado la operación. Es decir, que corresponda a una operación de cobertura o especulación.

La operación general de la Cámara es la siguiente: ¹⁶

¹⁶ Los mercados de futuros financieros (M. Borrell y A. Roa)

Diariamente se realiza por la Cámara de Compensación la correspondiente **Liquidación de Pérdidas y Ganancias** para cada una de las cuentas de acuerdo con la normativa siguiente:

Se toman el número de posiciones abiertas a lo largo del día en cuestión para cada cuenta. Sean **Na** posiciones.

Se toma el precio pactado en el contrato. Sea **Pc**.

Se toma el precio de cierre del día para este tipo de contrato. Sea **P**. Este Precio **P** vendrá determinado por la media ponderada, por sus correspondientes volúmenes de negociación, de los doce últimos precios a los que se hubieran realizado las operaciones.

La Pérdida o Ganancia, por las posiciones abiertas en el día, estará determinada por;

$$\mathbf{PyG} = \mathbf{Na} (\mathbf{P} - \mathbf{Pc})$$

Si **PyG** es negativo, supondrá un beneficio para el vendedor al resultar:

$$\mathbf{Pc} > \mathbf{P} \text{ (precio venta mayor que precio cierre)}$$

Por el contrario, si **PyG** es positivo:

$$\mathbf{Pc} > \mathbf{P} \text{ (precio cierre mayor que precio venta)}$$

supondrá un beneficio para el comprador.

En el caso de que existan posiciones abiertas de sesiones precedentes, se efectuaría la correspondiente liquidación de la siguiente manera:

Siendo:

Na_1 = número de posiciones abiertas de sesiones anteriores

P = precio del cierre del día

P_1 = *precio de cierre de la sesión precedente*

$$PyG_1 = Na_1 (P - P_1)$$

La liquidación total al cierre Lt sería por tanto:

$$Lt = PyG + PyG_1$$

Estas ganancias podrán ser retiradas por el Miembro liquidador pero, en caso de pérdidas, éstas serán cargadas a la cuenta de depósitos (no al Fondo de Garantía). Si con ello se viera reducido el nivel del depósito, el Miembro deberá aportar, inmediatamente, los fondos necesarios para que el nivel del depósito alcance el mínimo exigido.

Como vemos, las cantidades abonadas o cargadas, corresponden a la diferencia entre, los precios de cierre de la sesión y el precio pactado. La explicación es sencilla.

Al vencimiento, el vendedor puede optar por:

a) La entrega física del activo objeto del contrato

b) Liquidar por el saldo

Suponiendo que opte por la alternativa a) y teniendo en cuenta que el objeto del contrato sea un activo subyacente, como es el Bono nocional, el vendedor que decida entregar el activo deberá acudir al mercado y adquirir, de entre los títulos previamente aceptados por la Cámara, un título, el llamado título entregable, que deberá ser equivalente al Bono nocional para lo cual, el valor nominal de dicho título entregable deberá ser de:

$$N = \frac{n \sum_{s=1}^n Fs(1+r)^{-\frac{Ts}{360}}}{f}$$

o dicho de otra manera el valor actual por cada unidad monetaria de nominal deberá ser igual del Bono nocional, es decir:

$$f = \frac{n \sum_{s=1}^n Fs(1+r)^{-\frac{Ts}{360}}}{N}$$

donde:

f = factor de conversión del valor entregable

r = tipo de interés efectivo del Bono nocional

n = número de cupones pendientes de cobro a los que da derecho el bono entregable.

Ts = número de días existentes entre la fecha de entra y la de cobro de cupones

Fs = Flujos de caja del bono entregable = valor cupones + amortización

N = valor nominal del bono entregable

Si por el contrario, el vendedor opta por la alternativa b) le resultará indiferente, si el precio pactado de venta en el contrato es superior al precio de cierre, pagar en el mercado el precio del bono entregable que será:

$$C = P \cdot f$$

Y percibir del comprador el precio de venta pactado o bien recibir del comprador la diferencia entre precio pactado y precio de cierre. Por parte del comprador a este le resultará, generalmente, indiferente recibir el título entregable y pagar el importe, que abonar la diferencia.

En el caso contrario, esto es, cuando el precio pactado de venta en el contrato es inferior al precio de cierre y siguiendo el mismo razonamiento anterior, resultaría que el vendedor tendría que adquirir un bono entregable por un valor superior que la cantidad que va a percibir del comprador. Por tanto será equivalente abonar al comprador la diferencia resultando con ello una pérdida para el vendedor y un beneficio para el comprador.

5.3.2. El factor de conversión

Es un elemento muy importante utilizado en la valoración del título entregable especialmente en sustitución del Bono nocional. Podríamos definirlo como, el valor actual que corresponde a 1 u.m. del valor nominal de un título.

Sabemos que el valor actual de un título viene determinado por.

$$V_a = \sum_{s=1}^n F_s (1+r)^{-s} + N(1+r)^{-n}$$

Siendo

F_s = Flujos de caja equivalentes al valor del cupón devengado por el título

r = tipo de interés mercado

s = Período de tiempo desde el cálculo de V_a hasta el vencimiento del título.

Si el valor nominal del título es N que será distinto del V_a ya que $r \neq i$ (tipo devengado por el título) tendremos necesariamente.

$$V_a = f \cdot N$$

sustituyendo en (1)

$$f \cdot N = \sum_{s=1}^n F_s (1+r)^{-s} + N (1+r)^{-n}$$

de donde

$$f = \frac{\sum_{s=1}^n F_s (1+r)^{-s}}{N}$$

Suponiendo un título de valor nominal = 1000 u.m. y su $V_a = 958$ u.m.

tendremos:

$$958 = f. 1000$$

$$F = 0,958$$

que sería lo mismo que decir: Si

1	-----	0,958
1000	-----	x

$$x = 958$$

Su aplicación respecto al valor entregable sería la siguiente. Partiendo de que el B. nocional es un activo teórico en el caso teórico de que el vendedor de un contrato sobre dicho Bono decida al vencimiento efectuar la entrega del título, es evidente que para realizar la entrega deberá acudir al mercado para adquirir un título equivalente al bono nocional, es decir, que tenga un V_a igual al del Bono nocional con independencia de su valor nominal o lo que es lo mismo que tenga igual factor de conversión.

Supongamos que al cierre de una sesión el Bono Nocional tiene un valor de:

$$9.575.200 = \sum_{s=1}^n 1.000.000 (1 + r)^{-s} + 10.000.000 (1 + r)^{-s}$$

122

$$9.575.200 = 10.000.000 f$$

$$f = 0,9575$$

y cotiza a 96%.

El comprador deberá pagar al vendedor el precio pactado en el contrato a cambio recibirá un título

$$10.000.000 \frac{96}{100} 0,9575 = n N \frac{C}{100} a$$

que evidentemente deberá tener un rendimiento equivalente al del Bono nocional esto es de 0,9575.

El título que entre los entregables tiene un f más parecido es de 0,9493 con valor nominal de 1.000.000 u.m. luego el vendedor deberá adquirir:

$$n^{10.000} N 0,9493 = 9.575.200$$

$$n = \frac{9.575.200}{949.300} = 10 \text{ títulos}$$

Ahora bien a igualdad de f de conversión entre los títulos entregables, el vendedor tomará aquél que cotiza en el mercado a menor precio con el fin de hacer máxima la

diferencia entre la cantidad percibida y la desembolsada, es decir, elegirá el título más económico entre los entregables.

6.- OPCIONES¹⁷

6.1. Introducción

Ya vimos al analizar los contratos a plazo la ventaja que supone la utilización de dichos instrumentos como cobertura contra las pérdidas derivadas de una variación en los precios, los tipos de interés o los cambios. Sin embargo, estos contratos a plazo tienen un inconveniente y es la obligatoriedad de cumplirlos lo que puede suponer que el contrato se realice en condiciones desfavorables para una de las partes en unos casos y, en otros, su realización suponga pérdidas ilimitadas de oportunidad.

Este sería el caso, por ejemplo, de una divisa cuyo precio actual fuera de 100 Ptas. y, ante la expectativa de una caída en su valor, se formalizara un contrato de venta a 90 días a un precio de 109 Ptas. Si llegado el vencimiento su precio de mercado fuera de 108 Ptas. el vendedor habrá conseguido cubrirse contra la caída esperada a costa de una pérdida real para el comprador. Ahora bien, si por el contrario al vencimiento el precio de la moneda fuera de 109,5 Ptas. el vendedor habrá estado cubierto contra una evolución desfavorable para el del precio, pero habrá perdido la posibilidad de realizar el beneficio de 0,5 ptas. por unidad de divisa.

¹⁷ Opciones en instrumentos financieros. Francisco S. Valero López. El mercado de opciones. Instituto O.M.

Este inconveniente se elimina con la utilización de una Opción. Mediante la adquisición de una opción el comprador (Holder) adquiere el derecho, pero no la obligación, para comprar o vender un activo determinado, a un precio prefijado (Precio de Ejercicio), al vendedor o emisor de la opción (Writer) que, a cambio de una prima (Precio de la Opción), está obligado a cumplir con los términos de la opción si el comprador se lo requiere dentro del período de vigencia de la opción.

De esta forma el comprador de una opción estará protegido contra movimientos adversos de los precios pero, en el caso de que los precios evolucionen favorablemente para él, podrá aprovecharse de los beneficios que le ofrece el mercado mediante su renuncia a ejercitar la opción, soportando en este caso, como coste de la renuncia, el importe de la prima pagada.

De esta definición se desprende que la utilización de las opciones sitúa en distinta posición de riesgo al comprador y al emisor.

Para el comprador supone:

a) Si la evolución del precio en el mercado del activo objeto de la opción, es desfavorable para él, por ejemplo, supongamos una subida de precios en el caso de una compra o de una bajada, en caso de venta, ejercerá la opción y se habrá cubierto contra las pérdidas que pueden derivarse de dicha evolución desfavorable del precio.

b) Si la evolución del precio de mercado es más favorable para él, por ejemplo, una bajada de precios en caso de compra o una subida en caso de venta, no ejercerá la opción y se aprovechará de los posibles beneficios que le reporte el acudir al mercado.

El vendedor o emisor de la opción, por el contrario:

a) Obtendrá, en cualquier caso, un beneficio limitado, que será el importe de la prima cobrada.

b) Sin embargo, si el comprador ejercita la opción, el vendedor queda expuesto a pérdidas ilimitadas ya que se verá obligado a cumplir con los términos de la opción en condiciones desfavorables para él, ya que tendrá que comprar a un precio superior al de mercado o vender a precio más bajo.

En resumen la opción es un instrumento de cobertura cuya flexibilidad puede concretarse en tres puntos:

1º) Permite al comprador ejercitar su derecho durante el período de vida de opción.

2º) La opción será ejercitada únicamente si ello le produce algún beneficio a su tenedor. Así, si el precio de mercado del activo, es más favorable que el precio de ejercicio de la opción, el tenedor no ejercerá su derecho y acudirá libremente al mercado para realizar la transacción.

3º) En el caso de que la situación o expectativas del tenedor cambien respecto al momento en el cual adquirió la opción, el tenedor podrá acudir al mercado y realizar la venta de la opción, bien por su importe total o parcial como sería el caso de una opción sobre una cantidad determinada de divisas.

6.2. Clases de opciones

Hay dos tipos básicos de opciones:

1.- **Opciones de compra (Call Option).** La adquisición de este tipo de opciones da el derecho al comprador, pero no la obligación para, a cambio del pago de una prima, adquirir en un momento futuro, un determinado activo a un precio prefijado **Precio de ejercicio de la Opción (Strike Price)**. Frente a esta posición está la del vendedor o emisor de la opción de compra que si estará obligado a vender en el caso de que el comprador decida ejercitar la opción.

2.- **Opciones de Venta (Put Option).** Bajo las mismas condiciones que en las **Call**, las opciones de venta lo que dan a su comprador es el derecho a vender frente a la posición del vendedor o emisor que estará obligado a comprar.

Así pues, las decisiones alternativas básicas que se presentan para una empresa que quiere actuar en el mercado de opciones serán:

COMO COMPRADOR	COMO VENDEDOR O EMISOR
Compra de una CALL (Long Call)	Venta de una CALL (Short Call)
Compra de una PUT (Long Put)	Venta de una PUT (Short Put)

Al igual que los contratos a plazo, las opciones pueden referirse a la compra o venta de contratos sobre:

- a) Títulos de renta variable (Individual stocks options)
- b) Índices bursátiles (Stocks index options)
- c) Títulos de renta fija (Interest rate options)
- d) Tipos de interés
- e) Monedas extranjeras (currency options)

Estas opciones pueden ser negociadas tanto en un mercado simple o no organizado (Over the counter O.T.C.) como en mercados normalizados u organizados cuyas características ya fueron explicadas cuando nos referíamos a los contratos a plazo (ver página....).

En cuanto al momento en el cual la opción puede ser ejercitada podemos distinguir dos tipos:

a) **Opción Americana** que puede ser ejercitada, es decir, se puede exigir su cumplimiento por parte del tenedor, en cualquier día hábil comprendido entre la fecha de contratación y la fecha de vencimiento.

b) **Opción Europea** que únicamente puede ser ejercitada en la fecha de su vencimiento.

En general, la mayoría de las opciones negociadas lo son en condiciones del tipo americano lo que le permite al tenedor aprovechar las condiciones favorables que puedan presentársele en el mercado en cualquier momento de la vigencia de la opción.

6.3. Precio de las opciones¹⁸

Cuando nos referimos a las opciones se barajan dos importantes conceptos que conviene no confundir y que son:

- Precio de ejercicio de la opción
- Precio de la opción

Precio de ejercicio. Es el importe elegido por el comprador al cual podrá ejercitar la opción. Si se trata de una CALL (Opción de compra), será el importe a pagar el vendedor de la opción siempre que el tenedor de la opción decida ejercitarla. En el caso de una PUT (Opción de venta) será el importe a percibir del vendedor si la opción es ejercitada.

Es importante considerar que es un precio de libre elección por el comprador y su fijación dependerá de sus expectativas respecto a la evolución en el mercado del precio del activo objeto de la opción.

Dependiendo de donde se sitúe este precio de ejercicio en relación al precio vigente en el mercado tendremos diferentes precios de ejercicio:

¹⁸ Apuntes EBI sobre opciones.

- **At the money:** Cuando el precio de ejercicio sea igual al precio de mercado, bien sea el de contado (spot) o el de a plazo (forward).

- **In the money:** Cuando el precio de ejercicio fijado sea más favorable para el contratante que el vigente. Esto significa que el comprador de la opción podrá comprar a un precio inferior al existente en el mercado en ese momento o vender a un precio superior, lo cual le supone la posibilidad de obtener un beneficio si ejercitara la opción inmediatamente después de adquirirla. Este diferencial es lo que se denomina **Valor Intrínseco de la opción**, término sobre el que volveremos más adelante.

- **Out the money:** Cuando el precio de ejercicio fijado es menos favorable que el vigente en el mercado. Esto supondrá una menor posibilidad de beneficio para el comprador ya que estará comprando a un precio superior al del mercado en ese momento o vendiendo a un precio inferior. Por ello en estos casos el importe de la prima a pagar será menor.

Así por ejemplo, tomando el dólar como divisa cuyo tipo de cambio vigente fuera de $1 \$ = 130 \text{ Ptas.}$, los distintos precios de ejercicio que podrían establecerse son:

Para una CALL (Opción de compra)	Precio de ejercicio	Para una PUT
Out the money	135 Ptas.	In the money
At the money	110 Ptas.	At the money
In the money	125 Ptas.	Out the money

Precio de la opción. El precio de la opción viene determinado por el importe de la prima a pagar. El importe de la prima se paga siempre al vendedor en el momento de formalizar la opción con independencia de que esta sea únicamente se satisfará si la opción es ejercida. Podemos decir que la prima es la cantidad que se satisface por obtener el derecho a comprar o vender a un precio prefijado que es el precio de ejercicio. Dicho de otra manera la prima puede asimilarse al pago de un seguro mediante el cual, el comprador se asegura un precio de compra, si se trata de una opción CALL, o de venta si es una PUT, cubriéndose contra la pérdida que pueda derivarse de una evolución desfavorable para él de dichos precios.

El precio de dicha prima se corresponde con el valor actual de la diferencia esperada entre, el precio de ejercicio al cual la opción puede ser ejercitada y, el precio estimado del activo objeto de la opción en un momento subsiguiente.

El razonamiento de justifica el pago de esta prima puede ser el siguiente:

Considerado a lo largo del tiempo, un activo tendrá tres precios diferentes ¹⁹:

1º. Su precio vigente en un momento t_1 (precio spot o de contado) que se formará por las fuerzas del mercado en ese momento.

2º. Su precio futuro esperado en otro momento posterior t_2 (precio a plazo o forward) cuya estimación responde a cálculos estadísticos en base a datos históricos observados. Ver cálculo de la volatilidad pág.).

¹⁹ Elaboración propia.

3°. El precio de mercado que finalmente tendrá el activo en ese momento futuro t_2 considerado y que vendrá igualmente determinado por la situación del mercado.

Así pues, un activo determinado, tendrá a lo largo de un período de tiempo considerado tres precios.

Precio real	P_1 en el momento t_1
Precio estimado	P_2 en el momento t_2
Precio real	P_x en el momento t_2

Evidentemente en la medida que el período de tiempo considerado ($t_2 - t_1$) sea mayor, la probabilidad de que el precio real P_x y el precio P_2 estimado se igualen será menor.

Por tanto, el comprador de una CALL (opción de compra) que espera que en el momento t_2 el precio P_2 será mayor que el precio P_1 (en caso contrario no tendría sentido adquirir una opción de compra) y fija un precio de ejercicio P_e igual a P_1 , es evidente que está adquiriendo una posibilidad de obtener un beneficio equivalente a la diferencia entre el precio P_e que pagará si ejerce la opción y el precio P_2 que se espera tendrá el activo en el futuro ya que estará adquiriendo algo hoy por un precio inferior al que se espera tendrá en el futuro.

Sea un activo cuyo precio vigente P_1 es de 100 u.m. El precio P_2 estimado a 90 días es de 105 u.m. El precio de ejercicio para la opción ha sido fijado en 100 u.m. Si

llegado el vencimiento se cumplen las expectativas, el comprador de la opción la ejercitará y pagará al emisor de la opción 100 u.m. por un activo cuyo precio en el mercado es de 105 u.m.

Esto supone para el emisor (vendedor) ceder al comprador el beneficio esperado ($p_2 - p_1$) durante el período de vigencia de la opción. Por ello, si bien en el momento de la compra de la opción no se realiza el pago del precio de ejercicio, que queda supeditado al ejercicio de la opción, el emisor (vendedor) si exige le sea satisfecho el valor del beneficio futuro perdido que vendrá dado por el valor actual de:

$$P_2 - P_1 = \text{Beneficio esperado} = B$$

$$B(1 + i)^{-(t_2-t_1)} = \text{VALOR TEMPORAL DE LA OPCIÓN}$$

Siendo

$$i = \text{a la tasa de interés}$$

$$t_2 - t_1 = \text{período de vigencia de la opción}$$

este valor temporal es lo que se denomina **PRIMA o precio de la opción**.

Al vencimiento si el comprador ejercita la opción, el emisor habrá percibido:

Precio de ejercicio P_1	100 u.m.
Prima cobrada aproximadamente	4,95 u.m.
Total	104 u.m.

lo que significa que, si se cumple la expectativa de que el precio futuro P_2 sea 105 u.m. resultará que:

- el comprador ejercitará la opción porque es favorable para él ya que:

$$P_e = 100 < P_2 = 105$$

habrá pagado una prima de 4,95 u.m. con lo cual habrá satisfecho finalmente por el activo su precio de mercado vigente en el momento t_2 , es decir, 105 u.m. aproximadamente.

- el vendedor (emisor) habrá percibido igualmente el precio de mercado (100 u.m. como precio de ejercicio y 4,95 u.m. como prima).

La operación se habrá realizado sin beneficio ni pérdida para ambas partes.

Ahora bien, está claro que si el comprador piensa realmente que el precio del activo valdrá en t_2 el precio P_2 esto es las 105 u.m. no tendrá mucho sentido que adquiera la opción. Le bastaría esperar al momento futuro t_2 , esto es los 90 días, y acudir al mercado para comprar el activo al precio vigente en ese momento que sería de 105 u.m. Por tanto, si decide adquirir la opción es porque tiene una expectativa alcista, esto es que el precio real P_x que tendrá el activo a los 90 días será superior al esperado es decir:

$$P_x \text{ será } > P_2 = 105 \text{ u.m.}$$

con lo cual adquirirá un CALL (opción de compra) con el fin de cubrirse contra dicho aumento ya que, como hemos visto, la opción le permitirá comprar a un precio, incluido el coste de la prima, a un precio tope de 105 u.m.

Al igual que en los contratos a plazo la razón de que se produzca la negociación de opciones entre dos partes radica en la existencia de dos expectativas contrapuestas. En el caso de compra de una CALL el comprador mantiene una expectativa alcista que le lleva a estimar que el precio del activo subirá en el futuro. Por el contrario el vendedor o emisor de la CALL estima que el precio no subirá o incluso que bajará por lo cual participa en la opción para beneficiarse de la prima cobrada.

Estas posiciones contrapuestas determinan que ambos lleguen a estar de acuerdo con el precio de ejercicio fijado y la prima estipulada. Si tenemos en cuenta que básicamente:

$$\text{Precio ejercicio} + \text{Prima} = \text{Precio futuro o forward}$$

resulta que evidentemente el comprador estará dispuesto a comprometerse respecto al precio futuro porque espera que el precio de mercado en esa fecha será superior. Por su parte el vendedor estará igualmente dispuesto a comprometerse a vender a dicho precio futuro porque su expectativa es que el precio será al menos igual. Dicho de otra manera el precio de ejercicio más la prima será el PRECIO DE EQUILIBRIO al cual se iguala la oferta y la demanda de los dos participantes en una opción.

Siendo así en el caso de que se cumplan las expectativas alcistas del comprador esto es que al vencimiento

$$P_x \text{ sea } > \text{ que } P_2$$

el comprador obtendrá un beneficio equivalente a $P_x - P_2$.

Por el contrario al no cumplirse las expectativas del vendedor, esto es que:

$$P_x \text{ sea } = \text{ que } P_2$$

incurrirá en una pérdida potencial ya que se habrá visto obligado a vender percibiendo un importe inferior al que hubiera obtenido si acude al mercado a vender el activo. Siguiendo con el ejemplo numérico: Suponiendo que al vencimiento el precio del activo en el mercado fuera de 107 u.m. tendríamos:

$$P_x = 107 \quad \text{precio vigente en el mercado al vencimiento}$$

$$P_2 = 105 \quad \text{precio esperado para el activo a los 90 días al momento de negociar la opción}$$

$$P_e = 100 \quad \text{precio de ejercicio}$$

$$P_r = 4,95 \quad \text{prima estipulada}$$

RESULTADO DE LA OPERACIÓN		
	Posición comprador (pagos)	Posición vendedor (cobros)
Prima pagada	4,95	4,95
Precio al ejercicio pagado al vencimiento	100	100
Total	104,95	104,95
Precio mercado al vencimiento	107	107
Resultados	2,05	(2,05)

Por tanto para el comprador de una CALL la prima es el importe que está dispuesto a pagar por:

1°. Asegurarse el precio de compra de un activo que él espera será inferior al existente en el mercado, para dicho activo, al vencimiento de la opción.

2°. La posibilidad de obtener un beneficio que vendrá determinada por:

$$B = P_x - (P_e + \text{Prima})$$

Si se trata de una PUT (opción de venta) el comprador tendrá en este caso una expectativa bajista respecto al precio futuro del activo objeto de la opción. Por ello fijará

un precio de ejercicio P_e que podrá ser igual a P_1 (precio vigente al comprar la opción) pero necesariamente mayor que P_2 .

Sería el caso de un activo cuyo precio vigente en el mercado es de 100 u.m. y se espera que su precio dentro de 90 días será de 95 u.m. estableciéndose un precio de ejercicio de 100 u.m.

En esta circunstancia, al comprar la opción, el comprador obtendría, si se cumplen sus expectativas, un beneficio al vencimiento, ya que podrá vender, al emisor de la PUT, el activo por un precio de 100 u.m. cuando su precio de mercado será de 95 u.m.

Por su parte el emisor, vendedor de la PUT, se estará comprometiendo a adquirir el activo por un precio P_e superior al precio P_2 que se espera tendrá en el futuro. Por esta razón el vendedor deberá ser compensado hoy por el importe de esta pérdida futura equivalente a:

$$P_2 - P_e = \text{pérdida esperada}$$

donde P_e (precio de ejercicio) hemos supuesto que será igual a P_1 (precio de mercado vigente en el mercado a la compra de la opción).

Al igual que en el caso de la CALL (opción de compra) esta pérdida esperada se corresponde con el VALOR TEMPORAL DE LA OPCIÓN y será el precio o PRIMA a pagar por el comprador al emisor de la opción y que en el ejemplo será de aproximadamente 4,95 u.m. (valor actual de 5 u.m. en 90 días).

Si el comprador ejercita la opción al vencimiento, es decir vende el activo objeto de la opción al emisor, el resultado de la operación para el emisor será:

Precio de ejercicio pagado al comprador de la PUT	$P_e = 100 \text{ u.m.}$
Prima percibida del comprador	$P_r = (4,95) \text{ u.m.}$
Total neto pagado	95,05 u.m.

lo que significa que, si se cumplen las expectativas de $P_2 = 95$, el coste de adquisición para el emisor habrá sido el precio de mercado.

Por su parte el comprador habrá percibido igualmente el precio de mercado:

$$P_e - \text{Prima pagada} = 100 - 4,95 = 95,05$$

La operación, por tanto, se habrá cerrado sin beneficio ni pérdida para ambos.

Ahora bien, siguiendo el mismo razonamiento que hicimos en el caso de la opción de compra CALL, el comprador de una opción de venta PUT lo que espera realmente al comprar la opción es que el precio del activo en el momento del vencimiento sea inferior al precio futuro esperado esto es que:

$$P_x < P_2$$

Siendo P_x = precio real en el mercado al vencimiento

P_2 = precio futuro estimado a los 90 días

Volviendo al ejemplo, supongamos que P_x sea al vencimiento igual a 93 u.m. El comprador ejercitará la opción porque:

Precio ejercicio = 100 es mayor que el precio de mercado = 93, el resultado de la operación para el comprador de la PUT será:

Cobrado por ejercer la opción	100 u.m.
Pagado prima a emisor	(4,95) u.m.
Total neto percibido	95,05
Precio de mercado	93 u.m.
El comprador habrá obtenido un beneficio de	2,05

El vendedor por el contrario habrá sufrido una pérdida por una cantidad igual como consecuencia de haber tenido un coste de adquisición de 95,05 cuando podía haber acudido al mercado y comprar por 94 u.m.

Como vemos el significado del pago de la prima en la compra de una PUT (opción de venta) es el mismo que en el caso de la compra de una CALL (opción de compra).

6.3.1.- Valor intrínseco de la opción

Hasta ahora todos los supuestos que hemos realizado, al explicar el concepto de Valor temporal o Prima de la opción, han sido suponiendo que el precio de ejercicio de la opción era igual al precio vigente en el mercado del activo en el momento de compra de la opción. Esto es que:

$$P_e = P_1$$

sin embargo hemos visto también anteriormente que el precio de ejercicio de la opción podía ser establecido por el comprador por encima o por debajo del precio vigente determinado así que el precio de ejercicio pueda ser:

- In the Money

- Out the Money

Por ello, siendo la Prima o Valor temporal igual al precio esperado menos el precio de ejercicio:

$$P_r = P_2 - P_e$$

tendremos que:

Para $P_e = P_1$ habrá una prima Pr_1

Para $P_e > P_1$ habrá una prima Pr_2 que será menor que Pr_1 .

P_e , también puede suceder que $P_e < P_1$ en cuyo caso es evidente que el comprador de la opción estará en condiciones de realizar un beneficio inmediato igual a

$$P_1 - P_e$$

ya que está fijando un precio de compra inferior al existente en ese momento en el mercado.

Cuando se produce esta situación es lo que se llama adquirir una opción con VALOR INTRÍNSECO o DINERO DISPONIBLE.

Para una venta, nos encontraríamos en el caso inverso, es decir, la opción con dinero será aquella para la cual el precio de ejercicio de venta sea superior al precio del activo vigente en ese momento en el mercado.

Llevando estos conceptos a la fórmula que hemos venido manejando del valor temporal de la opción

$$\text{PRIMA} = \text{VALOR TEMPORAL} = P_2 - P_e$$

Siendo $P_2 =$ **precio esperado**

$P_e =$ **precio ejercicio**

$P_1 =$ **precio vigente en el mercado a la compra opción**

Cuando $P_e = P_1$ (cuando precio ejercicio es igual al precio vigente en el momento t_1) tendremos que la prima a pagar vendrá determinada por:

$$Pr_1 = P_2 - P_1 = \text{valor temporal} \quad (1)$$

Cuando $P_e > P_1$ (precio ejercicio mayor que el vigente en t_1) tendremos una diferencia de prima respecto al caso anterior que será:

$$P_e - P_1 = \text{diferencia prima}$$

$$P_1 = P_e - \text{diferencia prima}$$

que sustituyendo en (1) tendremos:

$$P_2 - (P_e - \text{diferencia prima}) = \text{Valor temporal}$$

$$P_2 - P_e = \text{Valor temporal} - \text{diferencia prima} = \text{Prima } Pr_2$$

de donde se deduce que:

$$\text{Prima } Pr_2 < \text{Prima } Pr_1$$

Cuando $P_e < P_1$ resulta que, según hemos definido:

$$P_1 - P_e = \text{VALOR INTRÍNSECO}$$

$$P_1 = P_e + \text{VALOR INTRÍNSECO}$$

sustituyendo en (1) tendremos que:

$$P_2 - (P_e + \text{VALOR INTRÍNSECO}) = \text{VALOR TEMPORAL}$$

transponiendo los términos

$$P_2 - P_e = \text{VALOR TEMPORAL} + \text{VALOR INTRÍNSECO} = \text{Prima}$$

Donde vemos que la Prima tiene dos componentes el Valor temporal y el valor intrínseco. Cuando el valor intrínseco es igual a cero, es decir, cuando el precio de ejercicio es mayor o igual al precio vigente EL VALOR TEMPORAL ES IGUAL A LA PRIMA o PRECIO DE LA OPCIÓN que es el supuesto de base que habíamos realizado.

Como conclusión podremos decir por tanto que la prima o precio de la opción es función de las siguientes variables:

1.- Del precio esperado P_2 y en consecuencia de la volatilidad del precio del activo y esta a su vez dependerá del período de vigencia de la opción ya que, a mayor plazo, mayor puede ser la desviación de la volatilidad calculada:

$$P = f(P_2) \qquad P_2 = f(v) \qquad v = f(t)$$

Por tanto la prima será función de:

$$P_r = f(v, t)$$

2.- Del precio de ejercicio establecido y siendo este de libre elección por el comprador, dependerá de la situación del mercado de opciones en ese momento.

$$P_r = f(P_e)$$

luego finalmente la prima dependerá de tres variables:

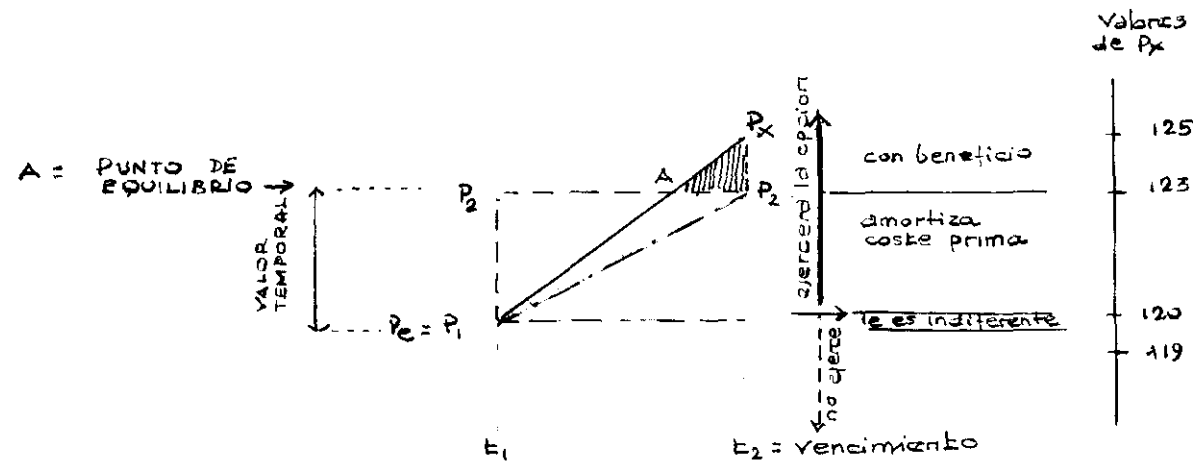
$$P_r = f(P_e, v, t)$$

- del precio de ejercicio establecido
- de la volatilidad del precio
- del tiempo de vigencia de la opción

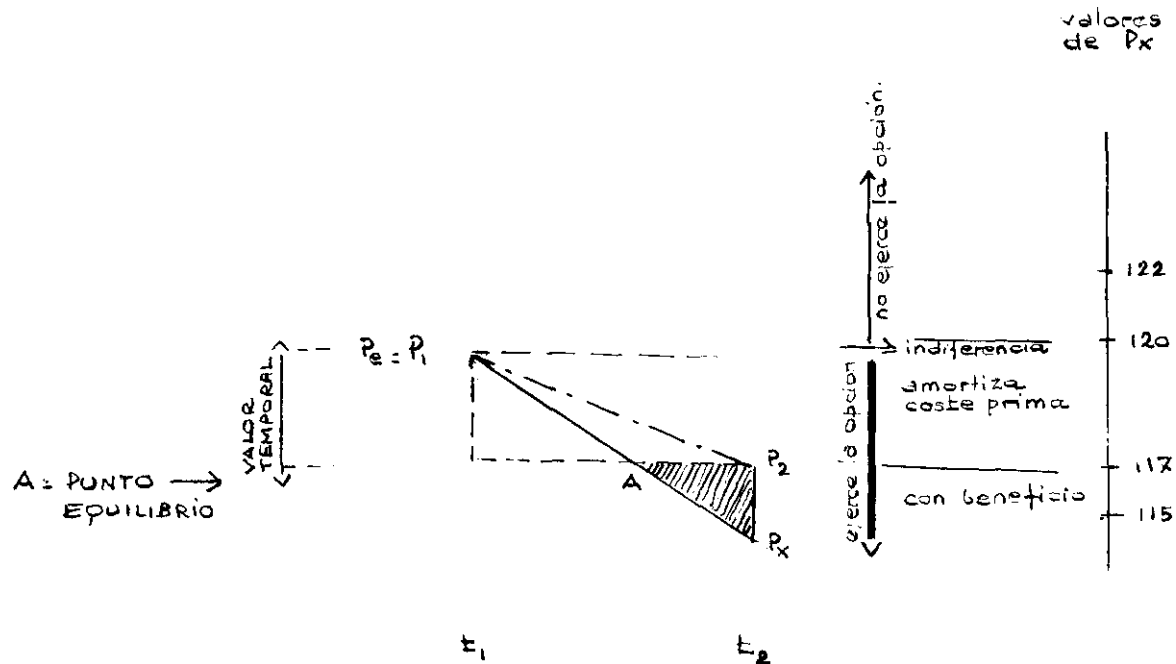
Para mayor aclaración representaremos gráficamente estos conceptos:

A la vista del gráfico anterior, podemos deducir:

A) caso de una CALL



B) caso de una PUT



1°. El valor temporal o precio de la opción tiende a valer cero en el vencimiento o momento t_2 .

2°. El punto a partir del cual será ejercida la opción para aquel para el cual se cumple:

A) en el caso de una CALL	
Precio de mercado >	Precio de ejercicio
B) en el caso de una PUT	
Precio de mercado <	Precio de ejercicio

3°. El PUNTO DE EQUILIBRIO a partir del cual se ejercitará la opción realizando un beneficio será aquel en el que se cumple:

A) para una CALL	
Precio de mercado >	Precio de ejercicio
B) para una PUT	
Precio de mercado <	Precio de ejercicio

Veamos un ejemplo numérico:

A) para una CALL:

Supongamos que se ha fijado un Precio de ejercicio de compra igual a 120 u.m. y una prima de 3 u.m.

Veamos cual será el resultado para el comprador de la opción suponiendo distintos precios de mercado para el activo objeto de la opción al vencimiento:

Precio de mercado al vencimiento	Coste para el comprador si acude al mercado (*)	Coste en caso de ejercer la opción	Decisión alternativa
119	$119 + 3 = 122$	$120 + 3 = 123$	No ejercerá la opción
120	$120 + 3 = 123$	$120 + 3 = 123$	Le es indiferente
122	$122 + 3 = 125$	$120 + 3 = 123$	Ejercerá la opción
123	$123 + 3 = 126$	$120 + 3 = 123$	Ejercerá la opción
125	$125 + 3 = 128$	$120 + 3 = 123$	Ejercerá obteniendo un beneficio

(*) Coste = Precio mercado + Prima

B) Para una PUT

Habiéndose fijado un precio de ejercicio de **venta** de 120 u.m. con una prima de 3 u.m.

Precio de mercado al vencimiento	Venta para el comprador si acude al mercado (*)	Venta en caso de ejercer la opción	Decisión alternativa
122	$122 - 3 = 119$	$120 - 3 = 117$	No ejercerá la opción
120	$120 - 3 = 117$	$120 - 3 = 117$	Le es indiferente
119	$119 - 3 = 116$	$120 - 3 = 117$	Ejercerá la opción
117	$117 - 3 = 114$	$120 - 3 = 117$	Ejercerá la opción
115	$115 - 3 = 112$	$120 - 3 = 117$	Ejerce la opción con beneficio

(*) Precio de venta = Precio mercado + Prima ya pagada

6.4.- Estrategia con opciones²⁰

Como vemos en el caso de la opción CALL (opción de compra) la estrategia para el comprador es fundamentalmente alcista, es decir, ha concertado la opción ante la expectativa de que el precio de mercado del activo suba y evidentemente cuanto menor sea el precio de ejercicio fijado, mayores son las probabilidades de ejercer la opción con un beneficio mayor.

Por el contrario, la compra de una opción PUT (opción de venta) responde a una estrategia bajista, es decir, el comprador ha concertado la opción ante la expectativa de

²⁰ Apuntes EBI sobre opciones.

que el precio del activo en el mercado baje y evidentemente cuanto mayor sea el precio de ejercicio fijado mayores serán las posibilidades de ejercer la opción con beneficio.

Para comprender mejor la estrategia que se realiza con las opciones pondremos dos ejemplos relativos a las operaciones más características realizadas con este instrumento:

- Opciones entre divisas

- Opciones sobre tipos de interés

ambas operaciones referidas a la compra de una CALL y a una PUT.

EJEMPLO PRACTICO DE OPERACIONES CON OPCIONES

6.4.1.- Opciones sobre divisas

a) Compra de una CALL

Supongamos una empresa X que debe hacer frente en el plazo de 90 días a un compromiso de pago en \$.

Su expectativa alcista sobre la cotización del dólar, en los próximos 90 días le inclinan a realizar un seguro de cambio (contrato a plazo cuyas características ya vimos en la pág.). Sin embargo, la utilización de este instrumento de cobertura le impedirá beneficiarse de cualquier variación a su favor del tipo de cambio. Por ello, decide comprar una opción CALL de dólares sobre pesetas fijando un precio de ejercicio igual al vigente en ese momento el mercado. Es decir, será una opción ATM (At the Money).

Sea:

Precio vigente en el mercado del dólar	120 ptas.
Precio de ejercicio de la opción	120 ptas.
Prima (expresada en ptas.)	2,56 %

Por tanto:

$$\text{Precio de equilibrio (Break Even Point)} = 120 + \frac{2.56 \times 120}{100} = 123,07 \text{ ptas.}$$

Lo cual nos indica que si al vencimiento de la opción:

Tipo de cambio en el mercado	> 123,07	Ejercerá la opción Obteniendo un beneficio
Tipo de cambio	< 120	No ejercerá la opción Limitando la pérdida a la prima pagada y acudiendo al mercado a comprar los dólares
123,07	> Tipo de cambio > 120	Ejercerá la opción Reduciendo el coste de la prima pagada

b) *Compra de un PUT*

Supongamos una empresa X que ha realizado una exportación por la que ha ofrecido un crédito a su cliente a 90 días. Sus previsiones son bajistas sobre el cambio del dólar respecto a la peseta por lo que considera su posición susceptible de cobertura.

Aprovecharemos este ejemplo para profundizar en el análisis de las dos alternativas que se le presentan:

- Realizar un contrato a plazo
 - Comprar una opción de venta PUT de dólares sobre Ptas.
- . El crédito por la exportación es de 1 Millón de dólares
 - . El tipo de cambio actual es de 1 dólar = 120 Ptas.
 - . El seguro de cambio a 90 días ofrece un cambio de 1 dólar = 121.

En función de sus expectativas bajistas, el comprador podría, utilizando el seguro de cambio, vender a plazo de divisa a un cambio de 121 Ptas. Sin embargo, le preocupa que, si el dólar se aprecia, es decir, si el tipo de cambio a los 90 días se sitúa por encima de las 121 ptas., estará bloqueado en el seguro contratado y no podrá beneficiarse de vender su divisa a un precio más alto.

Será por tanto para el exportador desarrollar una estrategia en orden a decidir que le conviene más, si utilizar la opción o el seguro de cambio tradicional.

El desarrollo de la estrategia conlleva:

1.- Comparar los costes alternativos de cobertura

2.- Establecer el probable escenario basado en sus previsiones sobre la evolución del tipo de cambio.

3.- Calcular el resultado de cada posible cobertura para cada escenario.

1.- *Costes alternativos*

a) Mercado a plazo: En la venta a plazo, realmente no hay coste sino un beneficio puesto que el dólar cotiza a prima contra la peseta, es decir, 121 ptas.

b) Opción: la prima de una opción para vender dólares a 90 días y comprar pesetas a un precio de ejercicio de 120 ptas. es el 1% de la suma de los dólares, esto es:

$$1.000.000 \$ \times 0,01 = 10.000 \$ \times 120 = 1.200.000 \text{ Ptas.}$$

2.- *Escenarios*

Escenario A: el dólar se aprecia a 125 ptas.

Escenario B: el dólar se deprecia a 115 ptas.

3.- *Resultado según cada escenario e instrumento de cobertura*

3.1. **Escenario A utilizando un contrato a plazo**

Al utilizar el contrato a plazo (seguro de cambio) el exportador, al vencimiento, venderá la divisa obteniendo:

$$1.000.000 \text{ dólares a } 121 \text{ ptas./dólar} = 121 \text{ millones de ptas.}$$

y habrá perdido la oportunidad de aprovecharse de la apreciación del dólar con un quebranto de 4 ptas. por dólar vendido.

3.2. Escenario B utilizando un contrato a plazo

El exportador realizará la transacción al mismo nivel de 121 Ptas./dólar y habrá evitado la pérdida que el hubiese supuesto vender los dólares a 115 ptas.

3.3. Escenario A comprando una opción PUT con precio de ejercicio igual a 120 ptas.

El exportador no ejercerá la opción ya que, como vimos anteriormente, para que ejerza la opción es necesario que:

$$\text{Tipo de cambio mercado} < \text{Precio de ejercicio}$$

y en este caso no se cumple ya que el precio de mercado es de 125 ptas. y el precio de ejercicio es de 120 ptas.

Por tanto, el exportador acudirá al mercado a vender los dólares obteniendo el siguiente resultado neto en la operación:

1.000.000 \$ a 125 ptas/dólar	125.000.000 ptas.
Importe de la prima pagada por la compra de la PUT	1.200.000 ptas.
Resultado neto	123.800.000 ptas.

lo que supone haber convertido los dólares a un cambio efectivo de 123,8 ptas./dólar lo que supone un beneficio respecto a la alternativa 3.1. de 2.800.000 ptas.

3.4. Escenario B comprando una opción PUT con precio de ejercicio igual a 120 ptas.

En este caso el tipo de cambio en el mercado es de 115 ptas./dólar. Por tanto, el exportador ejercerá la opción con el siguiente resultado:

1.000.000 \$ a 120 ptas/dólar	120.000.000 ptas.
Importe de la prima pagada por la compra de la PUT	1.200.000 ptas.
Resultado neto	118.800.000 ptas.

lo que supone haber convertido los dólares a un cambio efectivo de 118,80 ptas./dólar lo que supondría una pérdida respecto a la alternativa 3.2. de 2.200.000 ptas.

Analizando en su conjunto las alternativas propuestas según el escenario y el instrumento de cobertura utilizado tendremos que la estrategia más conveniente en cada caso será:

Instrumento	Expectativa de apreciación del dólar	Expectativa de devaluación del dólar
Contrato a plazo		CONVIENE
Compra opción	CONVIENE	

Si las expectativas son de que el tipo de cambio no variará significativamente, lo más conveniente será utilizar un contrato a plazo porque se elude el coste de la prima que habrá que pagar por la compra de una opción.

6.4.2. Opciones sobre tipos de interés

Para comprender mejor la estrategia con opciones sobre tipos de interés, conviene recordar las siguientes premisas que debemos tener en cuenta y que ya se explicaron en el capítulo dedicado a los contratos a plazo sobre tipos de interés:

- Un contrato sobre tipos de interés es un activo cuyo precio varía al varía al variar el tipo de interés, dado que su precio de cotización viene dado al descuento, esto es:

$$(100 - \text{tipo})$$

con lo cual si el tipo de interés sube el precio baja o viceversa.

- Comprar un contrato sobre tipo de interés equivale a prestar fondos o invertir a un determinado tipo de interés. Por el contrario vender, equivale a tomar prestados fondos o emitir activos a un determinado tipo de interés.

- La liquidación a estos contratos se realiza por diferencia entre el precio de liquidación y el de ejercicio, girada sobre el montante nominal del contrato (en el mercado financiero español dicho montante, para cada contrato, está fijado en 10.000.000ptas.). Es decir, no es necesaria la transmisión del activo.

- En las opciones sobre tipos de interés, la prima a pagar viene expresada en puntos básicos. Recordemos que un punto básico es igual a:

$$\text{Punto básico} = \frac{0,01}{100} \times \text{Montante nominal}$$

Para un contrato de 10.000.000 ptas. el punto básico valdrá 1.000 ptas. Si el contrato es a 90 días será:

$$\frac{1000}{4} = 250 \text{ ptas.}$$

la variación mínima está establecida en 0,5 puntos básicos. Es decir, la cotización de la prima saltará siempre en fracciones de medio punto.

a) Compra de una CALL

El comprador de una CALL, sobre tipos de interés, lo que pretende es asegurarse un rendimiento mínimo para su inversión sin renunciar a invertir a tipos de interés de mercado, si estos son más altos que el rendimiento de la opción. Es decir, trata de cubrirse contra una bajada de tipos o lo que es lo mismo contra una subida del precio del contrato.

Supongamos que una empresa se plantea asegurar el tipo de interés al cual va a realizar una inversión de 500 millones de Ptas. a 90 días. Las cotizaciones de las opciones con vencimiento a dicha fecha son las siguientes:

Precio ejercicio	Prima	Tipo de interés que ofrece la opción
84,75	26	$100 - 84,75 = 15,25$
85,00	9	$100 - 85,00 = 15,00$
85,25	5	$100 - 85,25 = 14,75$

Observemos que, cuanto menor es el precio de ejercicio, situación que favorece al comprador, la prima es mayor.

La empresa decide comprar la opción al 15%. Por tanto:

- Precio de ejercicio = 85

- Prima = 9

como la inversión prevista era de 500 millones será necesario formalizar

$$\frac{500.000.000}{10.000.000} = 50 \text{ contratos}$$

como la prima a pagar es de 9 por cada contrato resultará:

$$9 \text{ puntos básicos} \times 250 \text{ ptas.} \times 50 \text{ contratos} = 112.500 \text{ ptas.}$$

que es la prima total a pagar por la compra de la opción.

Si al vencimiento el tipo de interés de mercado es del 14,5% el comprador ejercerá la opción dado que:

$$\text{Precio de ejercicio } (100 - 15) = 85 < \text{Precio de mercado } (100 - 14,5) = 85,5$$

lo que significa que, ejercer la opción, supone pagar por el activo un precio de compra inferior, o lo que es lo mismo, el tipo de interés que se percibe por la inversión, es superior.

Por tanto el comprador realizará una liquidación positiva con el siguiente resultado:

Número de contratos $50 \times 10.000.000 = 500.000.000$ ptas.

$$\text{Rendimiento } 500.000.000 \times \frac{85,5 - 85}{100} \times \frac{90}{360} = 625.000 \text{ ptas.}$$

Total pagado por prima	(112.500) ptas.
-------------------------------	------------------------

Rendimiento neto total en 90 días	512.500 ptas.
--	----------------------

lo que supone un rendimiento anual adicional del 0,41 %.

Esto quiere decir que si la empresa tiene invertido su activo a un tipo variable referenciado, percibirá:

Tipo de mercado	14,5 %
Rendimiento de la opción	0,41 %
Total	14,91 %

con lo cual se habrá cubierto contra la caída del tipo variable del mercado del 15 al 14,5.

b) *Compra de un PUT*

El comprador de una opción PUT lo que pretende es asegurarse un tipo de interés al cual pedir prestado o lo que es lo mismo trata de cubrirse contra una caída del precio del contrato ya que, teniendo en cuenta que el precio del contrato es igual a:

$$\text{Precio} = 100 - \text{tipo de interés de mercado.}$$

es evidente que una subida de tipo hará menor el precio.

Suponiendo que la empresa tenga un pasivo de 1.000 millones de ptas. a tipo variable referenciado al MIBOR siendo el tipo que devenga actualmente del 15,25. Ante una expectativa de subida del tipo MIBOR y estando próxima la renovación del crédito, la empresa tratará de cubrirse contra la posible subida. Para ello acudirá al mercado de opciones que ofrece las siguientes alternativas:

Precio de ejercicio	Derecho a tomar prestado	Prima
84,75	15,25	4
85	15	14
85,25	14,75	10

Decide comprar contratos al precio de ejercicio de 15,25%.

Comprará 100 contratos de 10.000.000ptas. cada uno. Como la prima a pagar es de 4 puntos básicos, el tipo efectivo al que le resultará la operación, en este caso de ejercer la opción será del:

$$15,25 + 0,04 = 15,29$$

Es decir, que si el tipo MIBOR sube por encima del 15,25 el comprador de la PUT ejercerá la opción con resultado positivo tomando prestados los 1.000 millones a un tipo del 15,29% con independencia de que el tipo de mercado suba.

R. 57.764

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
Departamento de Economía Financiera II (Contabilidad)

Tesis Doctoral

D. JOSÉ RAMÍREZ RABANAL

Título:

**INTRODUCCIÓN A LAS OPERACIONES DE FUTUROS;
ANÁLISIS DE SU PROBLEMÁTICA CONTABLE Y PROPUESTA DE
NORMAS PARA SU CONTABILIZACIÓN.**

VOLUMEN II



Director de la Tesis Doctoral:

José Luis Sánchez Fernández-Valderrama

Madrid, curso 1998-1999

TEMA III

PáginasCONTABILIZACIÓN DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS

1.- INTRODUCCIÓN	164
2.- RESUMEN DE LA NORMATIVA ACTUAL Y PROPUESTA DEL BORRADOR DEL I.C.A.C. EN RELACIÓN CON LOS PROBLEMAS BÁSICOS PLANTEADOS POR LA CONTABILIZACIÓN DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS.	173
2.1. En cuanto al registro contable del valor principal del contrato	173
2.2. En cuanto al reconocimiento de los resultados derivados de un contrato vigente al cierre del ejercicio	176
2.3. Comentario a las normas de contabilización propuestas por el Borrador del ICAC de Abril de 1995	183
2.3.1. En relación con la diferenciación entre operaciones genuinas y operaciones no genuinas	183
2.3.2. En relación con el tratamiento general de las diferencias de cotización en las operaciones no genuinas	187
2.3.3. En relación con el tratamiento de activos o pasivos financieros con rendimientos explícitos o implícitos asociados a una operación de cobertura no genuina	200
2.3.4. En relación con las operaciones no genuinas destinadas a cubrir el riesgo de tipo de cambio	203

2.3.5. En relación con las operaciones no genuinas destinadas a la cobertura de rendimientos derivados de activos cuyo criterio de contabilización sea su valor de mercado	207
2.3.6. En relación con aquellas operaciones en las cuales al cierre del ejercicio el elemento u operación cubierta se encuentra pendiente de registrar	210
2.3.7. En relación con el tratamiento de los gastos de transacción .	212
2.3.8. En relación con el tratamiento general de las diferencias de cotización en las operaciones genuinas.	214
 3.- LAS NUEVAS PROPUESTAS RELATIVAS A LA CONTABILIZACIÓN DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS BORRADORES DE LA FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD Y DE LA FEDERACIÓN DE EXPERTOS CONTABLES	
3.1. Propuestas del Borrador de la Financial Accounting Standard	219
3.2. Propuestas del Borrador de la Federación de Expertos Contables . .	229
 4.- ANÁLISIS DE LOS PROBLEMAS RELATIVOS AL RECONOCIMIENTO DE LOS RESULTADOS GENERADOS POR UNA OPERACIÓN DE FUTUROS VIGENTE AL CIERRE DEL EJERCICIO	
4.1. Introducción	238
4.2. El concepto de beneficio realizado	242

4.3. Diferencia de criterio aplicado al reconocimiento de los resultados dependiendo de que la operación sea calificada de cobertura o especulativa.	245
4.3.1. Efectos derivados de la aplicación del criterio de ajuste del valor de la operación cubierta.	248
4.3.1.1. Cuando al cierre del ejercicio se produce la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento u operación cubierta y el contrato de futuros devenga beneficio (Escenario A).	257
4.3.1.2. Cuando al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada por el elemento cubierto y por el contrario se produce una pérdida en el contrato de futuros (Escenario B).	299
4.3.2. Efectos derivados de la aplicación de la regla de simetría . . .	337
4.3.2.1. Cuando al cierre del ejercicio se produce la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento cubierto y el contrato de futuros devenga un beneficio. . . .	342

4.3.2.2.	Cuando al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada por el elemento cubierto y por su parte el contrato de futuros devenga una pérdida. . . .	352
4.4.	Contratos formalizados en cobertura de riesgos derivados de operaciones por realizar.	361
4.4.1.	Consecuencias derivadas de la aplicación del criterio de ajuste	365
4.4.1.1.	Cuando al cierre del ejercicio no hayan vencido ni la operación cubierta ni la operación de cobertura	365
4.4.1.2.	Cuando al cierre del ejercicio se haya materializado la operación cubierta y no haya vencido operación de cobertura	366
4.4.1.3.	Cuando al cierre del ejercicio haya vencido la operación de cobertura pero no la transacción cubierta	375
4.4.2.	Consecuencias derivadas de la aplicación del criterio de simetría	376
5.-	CONCLUSIONES	380
5.1	Efectos contables derivados de la aplicación del criterio de ajuste .	385
5.2	Efectos contables derivados de la aplicación del criterio de simetría	396

5.3	Dificultades para la aplicación de los criterios de ajuste o simetría .	399
5.4.	Bases de las propuestas realizadas	402
5.4.1.	En cuanto a la calificación de los contratos a futuro	402
5.4.2.	En cuanto al reconocimiento de los resultados devengados .	414
5.4.3.	Registro contable del valor del contrato en el sistema principal	416
6.-	PROPUESTA DE NORMAS CONTABLES APLICABLES A LOS CONTRATOS DE FUTUROS	418
6.1.	Definición general	418
6.2.	Contratos de aseguramiento	419
6.2.1.	Definición	419
6.2.2.	Registro en el sistema contable	420
6.2.3.	Normas de valoración	420
6.2.4.	Gastos y depósitos derivados del contrato	421
6.3.	Contratos de cobertura de riesgos	421
6.3.1.	Definición	421
6.3.2.	Registro en el sistema contable	422
6.3.3.	Normas de valoración	423
6.3.4.	Gastos y depósitos derivados del contrato	424

	<u>Páginas</u>
6.4. Contratos financieros	425
6.4.1. Definición	425
6.4.2. Registro contable	425
6.4.3. Normas de valoración	425
6.4.4. Gastos y depósitos derivados del contrato	426
7.- APLICACION DE LOS CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN PROPUESTOS	427
7.1 Contratos de aseguramiento	427
7.1.1. A la formalización del contrato	427
7.1.2. Al cierre del ejercicio	431
7.1.3. A la liquidación de la operación	436
7.2. Contratos de cobertura	443
7.2.1. A la formalización del contrato	444
7.2.2. A la liquidación del contrato	450
7.3. Contratos financieros a plazo	461
7.3.1. A la formalización del contrato	462
7.3.2. Al cierre del ejercicio	466
8.- PLAN DE CUENTAS	490
BIBLIOGRAFIA	492

CONTABILIZACIÓN DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS

1.- INTRODUCCIÓN

Como hemos visto en el Tema anterior el contrato a futuros es un acuerdo mediante el cual las partes intervinientes se comprometen a vender o comprar un activo determinado, a un precio prefijado, en una fecha futura¹.

Se trata por tanto de una operación en la cual, a su formalización, no se produce ningún flujo de fondos, salvo los que correspondan por el pago de comisiones o por el desembolso de las garantías exigidas.

El resultado derivado de la operación, determinado por la diferencia existente entre el precio fijado para el activo comprometido y su valor de mercado, no se materializará hasta el momento del vencimiento o cancelación de la operación.

Siendo esto así, y desde una perspectiva contable, estas operaciones plantean dos problemas básicos.

El primer problema se plantea al considerar si, los derechos u obligaciones derivados de la formalización de estos contratos deben ser registrados en el sistema contable principal o, si por el contrario, la operación debe ser calificada como de las denominadas

¹ Una definición ampliada sobre los contratos de futuros puede encontrarse en "Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros" J.L. Sánchez Fdez-Valderrama, pág. 37.

fuera de balance anotándose simplemente mediante asiento de orden en el sistema contable secundario e informando de ellas en la Memoria².

Sobre esta cuestión habría que recordar que la doctrina considera, como finalidad fundamental de la contabilidad, el registro de operaciones de acuerdo a los principios establecidos permitiendo elaborar unas cuentas anuales que deben reflejar frente a terceros la imagen fiel del patrimonio "expresando la realidad de las transacciones realizadas"³.

Por tanto no contempla dentro de sus objetivos reflejar el registro de derechos u obligaciones **derivados de compromisos**, como es el caso de los contratos de futuros.

Sin embargo, reconoce que a veces la aplicación estricta de los principios legales puede conducir a distorsionar la imagen que un tercero podría formarse sobre la verdadera situación patrimonial y financiera. Es decir, se acepta que en ocasiones, y con el fin de conseguir una imagen fiel del patrimonio más exacta, sería conveniente soslayar ciertos criterios doctrinales.

Por tanto, queda abierto a discusión si, los contratos de futuros deben ser tratados como simples operaciones fuera de balance o, si por el contrario corresponden a un acuerdo registrable en el sistema contable principal.

² Se ha decidido su no inclusión en el nuevo Plan General de Contabilidad obtándose por la información correspondiente a las operaciones fuera de balance dentro de la memoria. P.G.C.Introducción ap. 11.

³ La imagen fiel es el corolario de aplicar sistemática y regularmente los principios contables entendiendo estos como el mecanismo capaz de expresar la realidad económica de las transacciones realizadas, P.G.C. Introducción ap. 10.

El segundo problema es el relativo al reconocimiento de los resultados positivos devengados por un contrato de futuros que permanece vigente al cierre del ejercicio ya que, si dicho beneficio no puede considerarse materializado su reconocimiento colisionaría con el principio de prudencia el cual exige que sólo serán contabilizados al cierre del ejercicio los beneficios realizados⁴.

Sin embargo la decisión sobre este punto es fundamental ya que ignorar la existencia de estos beneficios supondría convertir en inoperantes la formalización de una operación de futuros ya que hay que tener en cuenta que, el motivo que mueve a un usuario a formalizar un contrato de futuros es, precisamente, obtener un beneficio el cual podrá estar destinado a compensar pérdidas derivadas de operaciones registradas o por registrar o, simplemente la obtención de una ganancia.

Por el contrario, en el caso de que el contrato esté generando una pérdida, esta circunstancia no planteará ningún problema ya que de acuerdo con el principio de prudencia estamos obligados a "reconocer en la cuenta de resultados, los riesgos previsibles y las pérdidas eventuales tan pronto sean conocidas". Esto supone que, aún en el caso de que el contrato de futuros sea calificado como una operación fuera de balance y la operación no estuviese registrada en el sistema contable principal, deberemos reconocer las pérdidas potenciales generadas por dicho contrato en cualquier momento de su vigencia.

La normativa actualmente vigente en España y en EEUU, sobre el registro contable de estos contratos es la siguiente:

⁴ Únicamente se contabilizarán los beneficios realizados a la fecha de cierre del ejercicio... P.G.C. Principios de prudencia.

En Estados Unidos: la norma 80 de la Financial Accounting Standards aplicable a partir de 1.984 a los contratos de futuros exceptuando los relativos a divisas y las entregas aplazadas que están reguladas por el FASB 52.

En España: la Circular 4/91 del Banco de España relativa a las operaciones de futuros en general y para su aplicación por las entidades financieras ⁵.

Existen además en España otras normas que contienen apartados relativos a las operaciones con futuros y opciones como son:

- * La Circular 5/90 de la CNMV sobre normas contables y modelos reservados y públicos de los estados financieros de las Sociedades y Agencias de valores.

- * La Circular 7/90 de la CNMV sobre normas contables y estados financieros reservados de Instituciones de Inversión Colectiva.

Como vemos la normativa existente en España está emitida básicamente para su aplicación por entidades financieras existiendo por tanto un vacío importante en cuanto a normas aplicables en el ámbito de las empresas.

A nivel internacional: hay que resaltar que la International Accounting Standard no ha emitido aún norma alguna sobre contratos de futuros. En 1994 emitió un borrador E-48 que no tuvo continuidad debido a las críticas recibidas por el mundo de los negocios en general.

⁵ Esta circular ha sido modificada en varias ocasiones aunque en lo referente a los contratos de futuros sólo se ha visto afectada por la Circular 2/96 que incluye los contratos de futuros sobre mercancías.

El desarrollo continuado en la utilización de estos instrumentos financieros, así como la necesidad de llenar el vacío normativo existente en algunos casos, ha llevado a que en la actualidad se estén desarrollando varios proyectos entre los que cabe destacar los siguientes:

En Estados Unidos: la Financial Accounting Standard presentó en Junio de 1996 un Borrador sobre la contabilización de los derivados y otros instrumentos similares destinados a la cobertura. Este borrador ha sido finalmente aprobado, con algunas matizaciones, mediante circular emitida por la FASB en mayo de 1997.

En España: existen dos trabajos sobre la materia:

* El Borrador del ICAC publicado en su Boletín nº 21 de Abril de 1995 sobre normas contables de las operaciones de futuros en general (que aún no ha sido definitivamente aprobado) y que está basado fundamentalmente en los criterios del FAS 80 y de la Circular 4/92 del Banco de España y, en mi opinión, en dos trabajos pioneros en España sobre la materia y que son:

- Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros ⁶
- Análisis contable de los contratos de futuros ⁷

* El Borrador de la Federación de expertos contables elaborado en octubre de 1996 relativo al reconocimiento y valoración de los instrumentos financieros en general

⁶ J.L. Sánchez Valderrama, J.L. Wander-Berghe y J.F. González (ICAC 1993).

⁷ J.L. Cea (Instituto de Planificación Contable 1987).

y de los derivados en particular con excepción de los destinados a coberturas sobre mercancías.

* Por su parte la International Accounting Standard está preparando otro Borrador cuya presentación estaba prevista para Marzo de 1997 ⁸.

Si analizamos la normativa vigente, así como las últimas propuestas realizadas sobre el particular, comprobaremos que, tanto en lo relativo al registro contable de estas operaciones como respecto al reconocimiento de los resultados derivados de estas operaciones, los criterios recogidos en dichas normas y circulares no son coincidentes.

Así, a modo de ejemplo, y tomando como normas más actuales y significativas el Borrador de la FASB de Junio de 1996 y el del ICAC de Abril de 1995 podemos decir que:

Respecto al registro de estos contratos, el Borrador de la FASB considera imprescindible la contabilización en el sistema contable principal los derechos y obligaciones generados por un contrato a futuros sobre derivados⁹, mientras que, el Borrador del ICAC no hace ninguna mención al respecto¹⁰ deduciéndose de su contenido que, por su parte, considera a estas operaciones como de fuera de balance con lo cual su registro podrá efectuarse optativamente mediante asientos de orden dando, cuenta de su existencia frente a terceros incluyendo la nota correspondiente en la Memoria ¹¹.

⁸ A la fecha de hoy dicho borrador no ha sido presentado.

⁹ Ver Borrador de la FASB de junio de 1996 apartado 10 y 73.

¹⁰ Ver Borrador del ICAC parte sexta relativa a: Cuentas específicas para registrar las operaciones de futuros.

¹¹ Sobre información en los estados financieros de las operaciones fuera de balance puede consultarse la Norma 30 elaborada por el I.A.S.C. párraf. 8 ap. C).

Respecto al reconocimiento de los resultados devengados por estas operaciones, ambos borradores aplican un criterio distinto dependiendo de que la finalidad del contrato sea la cobertura de riesgos o la especulación.

Respecto al registro de los resultados derivados de las operaciones de cobertura los criterios aportados discrepan entre sí. Sin embargo, respecto a los resultados derivados de las operaciones especulativas, los criterios son totalmente coincidentes.

Con relación al criterio aplicable a los contratos calificados de cobertura, el Borrador del ICAC propone el reconocimiento de los resultados, negativos o positivos¹² mediante el ajuste del valor del activo o elemento cubierto en el importe de las diferencias continuas de cotización que vayan produciéndose a lo largo de la vigencia del contrato¹³.

Por su parte, el Borrador de la FASB (que no condiciona el reconocimiento de los resultados al mercado en el cual está formalizado el contrato) limita el importe del resultado a reconocer aplicando una regla de simetría de tal forma que los beneficios reconocidos no superarán el importe de las pérdidas registradas por el activo o elemento cubierto¹⁴.

Por el contrato, cuando se trata de contratos que deben ser calificados como especulativos, al no reunir las condiciones requeridas que asocien un activo o elemento a la operación de futuros, ambas propuestas están de acuerdo en que los resultados,

¹² Sobre este particular hay que señalar que, el Borrador del ICAC sólo considera registrables en el ejercicio los resultados positivos derivados de operaciones formalizadas en mercados organizados.

¹³ Las diferencias producidas por la evolución de las cotizaciones de la operación de futuros, se contabilizarán ajustando el valor del elemento u operación principal cubierta. Borrador del ICAC apartado 4.3.1.2.

¹⁴ Ver Borrador de la FASB de Junio de 1996 apartado 14.

positivos o negativos derivados de estas operaciones deben ser reconocidos en la cuenta de resultados en el mismo momento en el cual se producen ¹⁵.

Esta diferenciación de criterios aplicables de las operaciones de cobertura o especulativas están basados en el hecho de que el usuario que formaliza un contrato con la intención de cubrirse contra las posibles pérdidas producidas por una variación en los precios, los tipos de cambio o de interés, de un activo, u operación ya registrado o por registrar, elegirá como activo objeto del contrato un activo subyacente de características y naturaleza equivalentes al del activo o elemento cubierto con el fin de que exista una correlación inequívoca entre las variaciones de sus respectivos precios de mercado.

Esta analogía entre activo o elemento cubierto y el activo subyacente del contrato supondrá que, los resultados derivados de la valoración de uno y otro serán siempre simétricos en cuanto a su importe pero de signo contrario con lo cual el resultado del contrato de futuros destinado a la cobertura debe tener un efecto neutro en la cuenta de resultados.

Por el contrario, una operación de futuros que no esté asociada a un activo o elemento ya registrado o por registrar es considerada como una operación financiera independiente cuyo resultado debe ser reconocido en la cuenta de resultados.

Resulta sin embargo contradictorio que, mientras de alguna forma se limita o condiciona el reconocimiento de los resultados positivos derivados de una operación calificada de cobertura, por otra parte se acepta, sin condición previa alguna (salvo las que puedan corresponder en cuanto a las dudas sobre el cumplimiento del contrato) el

¹⁵ Ver Sumario Borrador de la FASB de Junio de 1996 y Borrador del ICAC apartado 4.3.1.1.

reconocimiento de los resultados derivados de las operaciones consideradas como especulativas.

La razón que puede justificar esta contradicción hay que buscarla en el hecho de que, si bien el usuario de una operación calificada como especulativa se le facilita el reconocimiento de los resultados positivos, también está obligado a reconocer en las mismas condiciones las pérdidas. Por el contrario, el usuario de una operación calificada de cobertura que está condicionado en cuanto al reconocimiento de los resultados positivos, también tiene la posibilidad de diferir el importe de las pérdidas.

Como vemos, y a pesar del tiempo transcurrido desde la implantación en 1984 en EEUU del FASB 80 relativo a la contabilización de los contratos de futuros, los criterios aportados por las distintas normas y circulares no son homogéneos. Evidentemente esta circunstancia genera una situación de confusión que crea un problema importante en aquellas empresas cada día más numerosas que deben enfrentarse a la necesidad de registrar contablemente estas operaciones ¹⁶.

Por otra parte el proceso de internacionalización de las empresas impuestas por la globalización de la economía exige una homogeneidad cada vez más mayor en los criterios que deben regir la realización de los estados financieros de las compañías.

Se hace necesario por tanto analizar, fundamentalmente en los conceptos y criterios que cada una de las normas y propuestas actuales aportan respecto al registro de los

¹⁶ El Borrador del ICAC presenta ciertas similitudes con el FASB 80 y la circular 4/91 si bien proporciona un mayor desarrollo en cuanto a las situaciones que pueden darse en un contrato de futuros y también en cuanto a la forma de imputar a resultados los cambios de cotización de los contratos. Comentarios al Borrador de normas del ICAC. Partida Doble nº 92 Septiembre 1998.

contratos de futuros, e intentar aportar un criterio de registro que no colisione básicamente con dichas normas y que pueda ser generalmente aceptado.

2.- RESUMEN DE LA NORMATIVA ACTUAL Y PROPUESTA DEL BORRADOR DEL I.C.A.C. EN RELACIÓN CON LOS PROBLEMAS BÁSICOS PLANTEADOS POR LA CONTABILIZACIÓN DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS.

2.1. En cuanto al registro contable del valor principal del contrato

La OCDE ha definido como operaciones fuera de balance a aquellas que constituyen obligaciones o compromisos futuros que pueden corresponder a obligaciones potenciales o contingencias conocidas pero aún no realizadas y en las que existen incertidumbres relacionadas con la producción de un hecho cierto¹⁷.

Se trata pues de operaciones que se caracterizan fundamentalmente por el hecho de que, el efecto en el patrimonio, derivado de dicha operación, queda condicionado a la producción de un hecho. Por otra parte, la cuantificación de dicho efecto es indeterminable hasta el momento en el cual se materialice dicha operación¹⁸.

El FAS 80 reconoce que los contratos de futuros son bilaterales en el sentido de que tanto los compradores como los vendedores de futuros adquieren un derecho e incurren en una obligación¹⁹. No obstante **indica que el principal del contrato no debe ser**

¹⁷ "Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros" J.L. Valderrama, pág. 32.

¹⁸ El Prof. J.L. Sánchez Fdez-Valderrama define las operaciones fuera de balance como obligaciones potenciales que se originan en una relación contractual o bien por contingencias conocidas pero aún no realizadas y en las que existen incertidumbres relacionadas con un hecho incierto. "Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros", pág. 32 y 33.

¹⁹ FAS 80 "Accounting for futures contracts" párrafo 32.

registrado en el Balance²⁰. Dado que el FASB 80 excluye de su aplicación las operaciones aplazadas y las relativas a divisas que son reguladas en el FASB 52, hay que entender que se está refiriendo particularmente a los contratos de futuros formalizados en mercados organizados.

La Circular 7/90 de la CNMV, relativa a las operaciones de futuros financieros, convenios de tipos de interés, permuta financiera y opciones, indica²¹ que "las operaciones de futuros financieros se **registrarán en el momento de su contratación y hasta el momento del cierre de la posición o el vencimiento del contrato, en la correspondiente cuenta de riesgo y compromiso**"²² por el nominal de los valores o depósitos que se contraten distinguiéndose las operaciones que sean o no de cobertura. Quizás convenga señalar que dicha Circular 7/90 de la CNMV no hace ninguna mención al tipo de mercado en el cual se han debido formalizar los contratos de futuros que en ella se regulan.

Esta circunstancia puede parecer lógica si se tiene en cuenta que hasta el 8 de julio de 1992 no se emite, por la CNMV, la Orden que autoriza el MEFF de renta fija y variable.

La Circular 4/91 del Banco de España indica²³ que "las operaciones de futuros financieros se **registrarán por el nominal de los valores o depósitos contratados en cuentas de orden**". Concretamente en el epígrafe "operaciones de futuro". En esta circular si se especifica que las operaciones así registradas deben corresponder a contratos formalizados en mercados organizados.

²⁰ FAS 80 "Accounting for futures contracts" párrafo 25.

²¹ Ver Norma 9ª, 12 de la Circular 7/90 de la CNMV.

²² Como puede verse en el Anexo I de la Circular 7/90 de la CNMV dichas cuentas de riesgo y compromiso recogen las cuentas del sistema informativo supletorio (cuentas de orden).

²³ Ver Norma 1ª ep. 1 de la Circular 4/91 del Banco de España.

El Borrador de Normas sobre el tratamiento contable de las operaciones de futuros publicada por el ICAC en su Boletín nº 21 de Abril de 1995 **no hace mención alguna sobre la necesidad de registrar en el Balance o mediante cuentas de orden la formalización de los contratos de futuros**. No obstante, de forma implícita está renunciando a cualquier caso de registro de estas operaciones ya que cuando indica las partidas que deben figurar en el Balance²⁴ como consecuencia del tratamiento contable de las operaciones de futuros no incluye ninguna cuenta que suponga el registro del valor principal de la operación.

El Borrador se pronuncia abiertamente por incluir únicamente en la Memoria²⁵ los datos esenciales de las operaciones de futuros vigentes.

Los Profesores J.L. Sánchez Valderrama²⁶ y J.L. Cea²⁷ son coincidentes en cuanto a considerar que **no procede el registro en el sistema contable principal del valor principal de los contratos de futuros** si bien, tratándose de información relevante, ésta debe ser recogida en el sistema contable supletorio y mediante nota descriptiva en la Memoria.

²⁴ Ver apartado 5.1 del Borrador de Normas sobre tratamiento contable de las operaciones de futuros (Boletín ICAC nº 21 de Abril de 1995, en adelante Borrador ICAC).

²⁵ Se incluirá en la Memoria en un apartado independiente cuya denominación será "Futuros y otros instrumentos similares". La información por grupos homogéneos. Borrador ICAC ap. nº 53.

²⁶ "Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros". J.L. Valderrama pág. 175.

²⁷ "Análisis contable de los contratos de futuros" J.L. Cea, pág. 81.

Se basan para ello en la doctrina contable existente al respecto²⁸ y que el Profesor J.L. Cea resume de forma clara²⁹ diciendo: "Hay que considerar que un activo no debe existir si el derecho de recibir servicios es exactamente compensado por una obligación idéntica de proporcionar servicios. Asimismo, puede decirse que una obligación no existe si el deber de prestar servicios es exactamente compensado por el derecho idéntico de recibir servicios". Circunstancias que se producen claramente en la formación de un contrato de futuros.

En consecuencia, de acuerdo con la doctrina contable y la normativa actualmente vigente sobre los contratos de futuros así como con el contenido del Borrador publicado por el ICAC sobre el tratamiento contable de dichas operaciones se desprende que **no hay necesidad de registrar en el sistema contable principal el nominal de un contrato de futuros cualquiera que sea el mercado en el cual haya sido formalizado** si bien, tratándose de operaciones relevantes con efecto potencial en el patrimonio de la empresa, debe facilitarse información suficiente a terceros sobre la existencia y situación de los contratos vigentes a la fecha de cierre mediante la correspondiente nota en la Memoria.

2.2. En cuanto al reconocimiento de los resultados derivados de un contrato vigente al cierre del ejercicio

El segundo problema planteado por la contabilización de las operaciones de futuros es el tratamiento contable de los resultados devengados por estos contratos fundamentalmente por aquellos que se encuentren vigentes al cierre del ejercicio.

²⁸ Doctrina en este sentido puede encontrarse en:
- Accounting Principles Board Opinión nº 5.
- Henderson, S. y Peiron, G. Abacus Vol. 20, nº 1.

²⁹ "Análisis contable de los contratos de futuros" J.L. Cea. pág. 82.

La normativa recogida en el FASB 80 diferencia las operaciones destinadas a las coberturas de riesgos de aquellas cuya finalidad es la obtención de un beneficio, aplicando un criterio distinto en cuanto al registro de los resultados devengados por dichas operaciones.

Así, cuando la finalidad de la operación es distinta a la realización de una cobertura, las variaciones en el precio de mercado del contrato se reconocerán como beneficio o pérdida en el período en el que se produce dicha variación³⁰.

Por el contrario cuando la finalidad de la operación es la cobertura de riesgos, las variaciones del valor de mercado del contrato se registrarán:

a) Cuando se trate de un activo, pasivo o compromiso firme, como un ajuste de valor de la partida cubierta.

b) Cuando se trate de un activo o pasivo que deba ser valorado a su precio de realización, en el momento en que se reconozcan los efectos correspondientes a las variaciones en el valor de la partida cubierta³¹.

Las condiciones básicas exigidas por el FASB 80 para calificar un contrato de futuros como de cobertura como son:

- Que la partida objeto de cobertura exponga a la empresa a un riesgo de pérdida

³⁰ Ver FASB 80 párrafo 3.

³¹ Ver FASB 80 párrafo 4.

- Que en el momento de adquirirse el contrato y a lo largo de su vigencia deberá ser probable una alta correlación entre el valor de mercado del contrato de futuros y el valor de mercado del activo cubierto³².

El hecho de que deba existir una correlación entre la variación del precio de mercado del elemento cubierto y el del instrumento de cobertura significará que las ganancias o pérdidas reconocidas por el elemento cubierto y las pérdidas o ganancias reconocidas por el instrumento de cobertura serán de igual importe pero de signo contrario lo cual supone aplicar un criterio de simetría del que resultará que las variaciones en el precio del elemento cubierto y las del instrumento de cobertura no tendrán efecto neto en la cuenta de resultados. Por otra parte, el elemento cubierto figurará en el balance reportado al valor fijado para el activo objeto del contrato de cobertura.

Consecuentemente, y siempre que se cumplan las condiciones exigidas para calificar la operación de cobertura, los resultados derivados de un contrato que cubra los riesgos de una transacción pendiente de realizar, deberán ser diferidos hasta que dicha transacción sea realizada y deban ser reconocidos las pérdidas o ganancias que de ella se deriven.

La circular 4/91 del Banco de España³³ distingue igualmente el destino a resultados de las diferencias de cotización, o variaciones del valor de mercado del contrato de futuros, dependiendo de la finalidad de dicho contrato. Así especifica que las variaciones en más o menos, derivadas de contratos de futuros formalizados en mercados

³² Cuando el activo subyacente objeto del contrato sea distinto de la partida que con él se pretende cubrir podrá considerarse la operación de cobertura cuando exista una clara relación económica entre los precios y sea probable una alta correlación entre ellos. Condiciones establecidas por la FASB 80 y Borrador del ICAC ap. 3.2.

³³ Ver circular 4/91 del Banco de España Norma 5ª, 12.

organizados, se llevarán a la cuenta de pérdidas y ganancias salvo cuando el contrato corresponda a una operación de cobertura en cuyo caso se procederá:

a) Si el contrato consiste en una operación en divisas las diferencias de cotización se periodificarán a lo largo de la vida del contrato contabilizándose como rectificaciones del coste o producto de la operación cubierta.

b) Para el resto de las operaciones de cobertura el beneficio o quebranto resultante de la operación de futuros se llevará a pérdidas y ganancias de manera simétrica a los ingresos y costes del elemento cubierto.

En esta Circular se establecen, para calificar la operación de futuros como de cobertura, dos condiciones:

a) Que la operación de futuros tenga como finalidad eliminar o reducir significativamente el riesgo de pérdida de un elemento patrimonial.

b) Que las operaciones cubiertas y las de cobertura sean identificadas explícitamente desde el nacimiento de la cobertura.

No dice nada en cuanto a la necesidad de correlación entre el valor de mercado del contrato de futuros y el del elemento cubierto. Sin embargo, puede añadirse implícitamente dicha condición que se encuentra recogida en otra Circular del Banco de España, la 15/89 referente a la cobertura de riesgos de interés, en la cual se especifica que el tipo de interés que se desea cubrir y el tipo de interés de referencia habrán de mantener un alto grado de correlación con el de la operación cubierta.

La Circular 5/90 de la CNMV contempla también diferente criterio en cuanto a la contabilización de los resultados devengados por las operaciones de futuros de cobertura y de los denominados de inversión.

Así en el caso de los contratos cuya finalidad sea la cobertura de riesgo los pagos o diferencias negativas y los cobros o diferencias positivas que resulten se registrarán en una cuenta transitoria dentro de la rúbrica "Otras periódificaciones del activo del balance". El saldo de estas cuentas se traspasará a las correspondientes rúbricas de la cuenta de pérdidas y ganancias de manera simétrica al devengo de los productos o costes del elemento cubierto o de los incrementos o disminuciones del valor de los mismos.

Cuando se trate de un contrato cuya finalidad sea la inversión las diferencias positivas o negativas que en cada fecha puedan resultar de las cotizaciones de los contratos suscritos se registrarán en las correspondientes rúbricas de la cuenta de pérdidas y ganancias cuya contrapartida será la rúbrica de activo "Otros saldos" hasta que se liquiden³⁴.

No obstante, hay que señalar que en la Circular 7/90³⁵ de la CNMV relativa a las Normas contables y estados financieros reservados de Instituciones de Inversión Colectiva, su normativa respecto a la contabilización de los contratos de futuros, no es coherente con la de la Circular 5/90 ya que aplica igual criterio de contabilización para las operaciones de cobertura que para las operaciones de inversión.

³⁴ Ver Circular 5/90 de la CNMV Norma 3ª, 12.

³⁵ Esta circular fue modificada por la Circular 4/93 de la CNMV pero dichas modificaciones no afectan a la contabilización de los contratos de futuros.

Así específica que: los pagos o diferencias negativas y cobros o diferencias positivas que resulten de las operaciones de cobertura o de inversión se registrarán en el epígrafe 6.3.1 (Pérdidas en operaciones de riesgo y compromiso) del debe de la cuenta de resultados o en el epígrafe 3.3.1 (Beneficios en operaciones de riesgo y compromiso) del haber de dicha cuenta según corresponda utilizando como contrapartida la rúbrica 6.5.2 (Márgenes a liquidar) del activo del balance³⁶.

Tanto la Circular 5/90 como la 7/90, emitidas por la CNMV no contiene condición alguna para calificar de cobertura a las operaciones con futuros. Deberá por tanto aplicarse, por analogía, las exigidas por la Circular 4/91 del Banco de España.

El Borrador del ICAC es la única propuesta que aporta por separado criterios de contabilización aplicables a los contratos formalizados en mercados organizados (operaciones genuinas).

Dicho Borrador marca también, como en las normativas anteriormente citadas, diferencias de criterio en cuanto a la contabilización de los resultados obtenidos por operaciones con futuros destinadas a la cobertura de los obtenidos en el resto de estas operaciones a las que denomina como especulativas.

Así propone que, en el caso de operaciones con futuros consideradas especulativas, las diferencias continuas de cotización que vayan produciéndose a lo largo de la operación, se imputen directamente a la cuenta de pérdidas y ganancias³⁷.

³⁶ Ver Circular 7/90 de la CNMV Norma 11, ap. 7.

³⁷ Se imputarán directamente a la cuenta de pérdidas y ganancias del período todas las diferencias continuas que vayan produciéndose a lo largo de la vida de la operación. Borrador ICAC apart. 4.3.1.1.

Cuando se trate de operaciones cuya finalidad sea la cobertura de riesgos, las diferencias producidas por la evolución de las cotizaciones se contabilizarán ajustando el valor del elemento u operación cubierta. En estos casos las correcciones valorativas que corresponda realizar por dichos activos cubiertos se realizarán aplicando lo establecido en el Plan General de Contabilidad y teniendo en cuenta los gastos de transacción y las diferencias de cotización de la operación de futuros no imputadas a resultados y cuyo importe forma parte del valor del activo cubierto³⁸.

Las condiciones propuestas por el Borrador para calificar una operación de futuros de cobertura son en síntesis las siguientes³⁹:

a) Que existan elementos patrimoniales, compromisos, en firme o no, o transacciones previstas, que expongan a la empresa a un riesgo de pérdida por variación de su precio, tipos de cambio o de interés.

b) Deben existir evidencias razonables que permitan estimar que la transacción a cubrir habrá de producirse en el futuro con toda probabilidad.

c) Que exista coincidencia e identificación entre los datos y condiciones básicas de la operación de futuros y la transacción a cubrir.

d) Que la operación de futuros tenga por objeto reducir o eliminar un riesgo.

³⁸ Las diferencias producidas por la evolución de las cotizaciones de las operaciones de futuros se contabilizarán ajustando el valor del elemento u operación principal cubierta. Borrador ICAC apart. 4.3.1.2.

³⁹ Ver Borrador ICAC nº apart. 3.1.

En el caso de que el elemento cubierto corresponda a una transacción por realizar, las diferencias de cotización se registrarán en partidas correspondientes a gastos o ingresos a distribuir hasta que se realice dicha transacción, momento en el cual dichas diferencias se registrarán ajustando el valor de la transacción cubierta ya realizada⁴⁰.

2.3. Comentario a las normas de contabilización propuestas por el Borrador del ICAC de Abril de 1995

2.3.1. En relación con la diferenciación entre operaciones genuinas y operaciones no genuinas

A efectos de su contabilización, el Borrador del ICAC clasifica las operaciones de futuros en dos grupos:

- a) Operaciones genuinas: que son aquellas cuyos contratos han sido formalizados en un mercado en el cual se cumplen básicamente las siguientes condiciones ⁴¹:

- 1.- Al frente del mercado existirá una entidad rectora que regulará su funcionamiento en relación con la negociación, registro, compensación y liquidación de las operaciones fijando las

⁴⁰ Como criterio general, las diferencias de cotización de las operaciones de futuros de cobertura deberán registrarse en partidas correspondientes a gastos o ingresos a distribuir en varios ejercicios del balance hasta el momento en que se realice la transacción principal posterior. Borrador ICAC ap. 4.5.3.1.

⁴¹ Síntesis del ap. 1.3 del Borrador del I.C.A.C.

cotizaciones y actuando como vendedora o compradora del miembro comprador o vendedor.

- 2.- En dicho mercado estarán tipificados y normalizados en relación con sus calidades, especificaciones y valores nominales, los objetos materiales o instrumentos financieros susceptibles de contratación.
 - 3.- Se exigirá a los miembros y participantes en dicho mercado la constitución de depósitos de garantías con el fin de obtener cobertura frente a cualquier pérdida eventual.
 - 4.- Existirá un ajuste continuo de los contratos con liquidación de las diferencias resultantes de la evolución de las cotizaciones.
- b) Operaciones no genuinas: que son aquellas operaciones bilaterales tendentes a comprar o vender cualquier activo o instrumento financiero en una fecha futura a precios establecidos que no cumplan las condiciones establecidas en el apartado 1.3 del Borrador. Es decir, que no hayan sido formalizadas en un mercado organizado.

Como se deduce fácilmente de estas dos definiciones la razón fundamental que lleva al ICAC a establecer esta diferenciación de las operaciones de futuros, es la de poder aplicar un criterio de contabilización distinto a las operaciones genuinas y a las operaciones no genuinas en base a que las operaciones formalizadas en un mercado organizado, que

reúna las condiciones exigidas por el apart. 1.3⁴², ofrece evidentes garantías respecto de cumplimiento por las partes de los términos de la operación, lo que implica veracidad y fiabilidad en los importes registrados por los créditos y resultados derivados de la operación de futuros.

Ahora bien, si bien es cierto que el hecho de que un contrato de futuros sea negociado en un mercado organizado supone que podamos aplicar un criterio de caja a los resultados devengados por la operación, derivados de las liquidaciones o diferencias de cotización practicadas periódicamente, lo cual evidentemente no resulta tan fácil cuando la operación es simplemente el resultado de un acuerdo bilateral, también es cierto que aceptar esta diferenciación de operaciones genuinas y no genuinas, tal como ha sido establecida, puede suponer como veremos más adelante impedir el reflejo del efecto real que las operaciones formalizadas en mercados no organizados puede tener en el momento de elaborar los estados financieros distorsinando la imagen de dichos estados frente a terceros.

Por otra parte, en la medida que los mercados organizados utilizan, como activos subyacentes objetos de los contratos, instrumentos tipificados en cuanto a sus características y nominal que permitan homogeneidad en las operaciones y cotizaciones del mercado, supone que dichos activos comprometidos en los contratos son distintos de aquellos elementos u operaciones cuyos riesgos de pérdida se trata de cubrir aún cuando

⁴² El mercado organizado viene definido en el Borrador del ICAC ap. 1.3 a) como aquellos debidamente constituidos y reconocidos como tales mercados organizados de acuerdo con la legislación de cada país y en los que existe al frente de los mismos una entidad rectora que regule su organización y funcionamiento en relación con la negociación, registro, compensación y liquidación de las operaciones, fijación de las cotizaciones y actuando compradora ante el miembro del mercado que actúa como vendedor y como vendedora ante el miembro comprador y que, en último término asegure la liquidez de los mercados y el buen fin de las operaciones concertadas en ellos.

puedan ser similares en cuanto a su naturaleza, con el fin de que exista una correlación lógica en la evolución de sus precios de mercado. Siendo así, la propuesta del ICAC de diferenciar operaciones formalizadas en mercados organizados, en los cuales los activos objeto del contrato son generalmente distintos de los elementos u operaciones cubiertas (como así lo reconoce el Borrador en la condición b) del apart. 1.3)⁴³ de aquellas operaciones formalizadas en los mercados no organizados en los que el activo comprometido suele ser coincidente con el elemento u operación cubierta, debería ser utilizada a efectos de distinguir las operaciones denominadas con derivados, de las operaciones calificadas como aplazadas o "forward". En este caso estaríamos de acuerdo en establecer criterios de contabilización distintos para las operaciones "con derivados" y las operaciones "aplazadas" basados en que ambas operaciones son distintas en cuanto al devengo y liquidación de las diferencias de cotización. Es decir, consideramos necesaria la diferenciación en cuanto a la naturaleza y características del activo comprometido en la operación de futuros pero no en base a la solvencia y características de las partes intervinientes.

En este sentido se hace necesario recordar que existen unos principios contables, entre los cuales se encuentra el principio de prudencia cuya aplicación garantiza frente a terceros la veracidad y fiabilidad del registro de las transacciones realizadas.

⁴³ Que exista una tipificación o normalización precisa en relación con las cantidades o importe nominal, calidades o especificaciones inherente a los objetos materiales o instrumentos financieros susceptibles de contratación, fechas de vencimiento y régimen de fluctuación de las cotizaciones con el fin de asegurar un funcionamiento homogéneo, automático y generalizado para todos los contratos de la misma especie, apart. 1.3).

2.3.2. En relación con el tratamiento general de las diferencias de cotización en las operaciones no genuinas

El borrador del ICAC además de diferenciar las operaciones de futuros en genuinas o no genuinas, dependiendo del mercado en el cual dichas operaciones sean negociadas, clasifica a su vez estas operaciones a efectos de su contabilización, en operaciones especulativas y operaciones de cobertura de riesgos⁴⁴.

Considerando que en el caso de las operaciones no genuinas "no se producen diferencias continuas, transparentes, vencidas y liquidas"⁴⁵ el Borrador propone con carácter general que el registro contable de las diferencias de cotización devengadas por operaciones de futuros no genuinas se realicen de la forma siguiente:

a) operaciones especulativas: el registro contable de las diferencias de cotización se realizará cuando se produzca la cancelación o liquidación final de la operación de futuros.

"Sin perjuicio de lo anterior, si al cierre del ejercicio se estiman diferencias en contra de la empresa acumuladas no liquidadas, de acuerdo con el principio de prudencia, se procederá a dotar la correspondiente provisión"⁴⁶.

Este criterio es coherente con el hecho de considerar la operación de futuros no genuina especulativa como una operación financiera independiente con vencimiento

⁴⁴ Borrador ICAC ap. 2.1.

⁴⁵ Borrador ICAC. Apartado 4.3.2.

⁴⁶ Borrador ICAC ap. 4.3.2.1 párrafo 2º.

aplazado con lo cual los posibles resultados positivos devengados al cierre por dicha operación no podrán ser reconocidos hasta el momento de su materialización o vencimiento de la operación por el contrario será obligatorio reconocer la pérdida conocida a la fecha de cierre que pueda derivarse de la operación.

b) Operaciones de cobertura de riesgos: "El registro contable de las diferencias de cotización se realizarán cuando se produzca la cancelación o liquidación final de las operaciones"⁴⁷.

En sentido estricto esta párrafo podría ser interpretado como que el usuario de una operación de futuros calificada como no genuina y cuya finalidad sea la cobertura de un riesgo debe ignorar cualquier efecto contable que pueda derivarse de la operación hasta que no se produzca su cancelación o la liquidación en cuyo momento las diferencias de cotización liquidadas serán registradas con el mismo criterio que el propuesto en el caso de las operaciones genuinas. Es decir se registrarán ajustando el valor del elemento u operación cubierta con lo cual cualquier efecto derivado de la operación de cobertura no genuina en los estados financieros no se manifestará hasta la cancelación o liquidación de dicha operación.

No obstante, y atendiendo a la naturaleza del elemento u operación cubierta, el Borrador propone unos criterios específicos en cuanto al tratamiento de los efectos derivados de la formalización de una operación de futuros no genuina de cobertura de riesgos (ver Borrador apart. 4.4).

⁴⁷ Borrador ICAC ap. 4.3.2.2. párrafo 1º.

Sin embargo, y salvo cuando el elemento u operación cubierta se corresponde con un activo contabilizado a su valor de mercado en cuyo caso el Borrador reconoce que deben ser provisionadas las pérdidas potenciales que al cierre del ejercicio pudieran existir en la operación de futuros (ver Borrador apart. 4.4.3) en las demás circunstancias. La aplicación de los criterios propuestos por el Borrador supone diferir las posibles pérdidas conocidas devengadas al cierre del ejercicio por una operación de futuros no genuinas vigente a dicha fecha (ver Borrador apart. 4.4.1-4.4.2 relativos a coberturas de activos no financieros, rendimientos de activos o pasivos y riesgo del tipo de cambio).

En nuestra opinión el tratamiento propuesto respecto a las operaciones no genuinas de cobertura de riesgos supone, salvo en el caso ya señalado, colisionar con la aplicación del principio de prudencia.

Basándonos en las propias condiciones impuestas por el Borrador para calificar con carácter general una operación de futuros como de cobertura de riesgos (ver Borrador apart. 3.1. y 3.2) nos podemos encontrar básicamente con dos tipos de operaciones.

a) aquellas en las cuales el activo subyacente comprometido en la operación es coincidente con el elemento u operación cubierta (ver Borrador apart. 3.1.b).

b) aquellas en las cuales no coincidiendo exactamente el elemento cubierto y la operación de cobertura exista evidencia de correlación próxima entre los movimientos de los precios, de los tipos de cambio o de los tipos de interés (ver Borrador apart. 3.2 a)).

En cuanto a las operaciones clasificadas en el grupo b) es decir, aquellas en las que no coincidiendo exactamente el elemento cubierto y la operación de cobertura exista evidencia de correlación próxima entre los movimientos de sus precios de mercado hay que declarar en primer lugar que dicha correlación no debe ser interpretada, como que se produzca identidad en el importe de las respectivas variaciones de los precios de mercado, sino que dichos precios deberán evolucionar en la misma dirección.

Siendo así, resultará que una disminución en el valor de mercado del activo cubierto supondrá una pérdida en su valor de realización o del flujo de caja derivado de dicho activo y que consecuentemente con el principio de correlación, se producirá igualmente una disminución en el valor de mercado del activo comprometido en la operación de cobertura lo que supondría reconocer un beneficio por dicha operación de cobertura.

De igual manera aumentos en el valor de mercado del activo cubierto conllevarán recíprocamente una pérdida por la operación de cobertura.

Así pues, con carácter general, y en aquellos casos, en los cuales el activo subyacente comprometido en la operación de cobertura es de naturaleza y características asimilables pero distinto al elemento u operación cubierta, el resultado global de una operación de cobertura vendrá determinado por:

$$R = (N P_a - N P_m) - (N' P_c - N' P'_m)$$

cuando se produce una pérdida registrable por el elemento cubierto y un beneficio por la operación de cobertura, o por:

$$R = (N P_m - N P_a) - (N' P'_m - N' P_c)$$

cuando por el contrario se produce un beneficio por el elemento cubierto y una pérdida por la operación de cobertura.

En el caso a) esto es cuando el activo subyacente comprometido en la operación de futuros es coincidente con el elemento u operación cubierta resultará que el resultado global de la operación vendrá determinada a la cancelación o liquidación del contrato por

$$R = (N P_a - N P_m) - (N' P_c - N' P'_m)$$

Es decir, por el resultado negativo a obtener en el mercado de contado por la realización del elemento cubierto menos el resultado positivo a obtener por la operación de futuros.

Donde:

$N P_a =$ Valor o corte de adquisición al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta.

$N P_m =$ Valor de realización en el mercado de contado del elemento u operación cubierta.

$N' P_c =$ Valor total fijado en el contrato de cobertura para el activo subyacente objeto del contrato.

$N' P'_m =$ Valor vigente en el mercado del activo subyacente objeto del contrato a la fecha de vencimiento de la operación

ahora bien es evidente que siendo coincidentes el elemento u operación cubierta y el activo subyacente objeto del contrato resultará que sus valores de mercados serán también los mismos con lo cual

$$N P_m = N' P'_m$$

siendo así el resultado global vendrá determinado por:

$$R = N P_a - N P_c$$

Es decir, el resultado de una operación de cobertura en la cual el elemento u operación es coincidente con el elemento u operación cubierta viene determinado por la diferencia entre el valor ($N P_a$) al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta y el valor ($N P_c$) que le fue fijado al subyacente en el contrato de cobertura.

Para un valor ($N P_c$) fijado inferior al valor a coste de adquisición ($N P_a$) al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta, el resultado registrado corresponderá a una pérdida cierta y determinada, desde el momento de la formalización del contrato de cobertura y que permanecerá durante toda la vigencia de la operación hasta su materialización a la cancelación o liquidación del contrato con independencia de la evolución en los precios de mercado que puedan producirse en dicho período.

Esto significa que cuando se formaliza una operación de futuros, cualquiera que sea el mercado en el cual dicha operación sea negociada y se cumplan todas y cada una de las siguientes condiciones:

- 1.- El valor nominal de dicho contrato sea coincidente con el valor nominal del elemento u operación cubierta.
- 2.- El precio utilizado a efectos de valoración de la operación de futuros sea igual al precio de mercado utilizable a efectos de valoración del elemento cubierto o bien que el activo subyacente comprometido en el contrato de futuros se corresponda con el elemento u operación cubierta.

3.- Que el valor fijado en el contrato de futuros sea inferior al valor contable al cual se encuentre registrado en la fecha de formalización del contrato el elemento u operación cubierta.

4.- Que el vencimiento o fecha de realización del elemento u operación cubierta sea coincidente con el vencimiento prefijado para el contrato de futuro.

En este caso, se registrará siempre, y con independencia de la naturaleza del elemento u operación cubierta, una pérdida que vendrá determinada por la diferencia, existente al momento de la formalización del contrato de cobertura, entre el valor contable al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta y el valor de venta o compra fijado en el contrato al activo comprometido.

La aplicación de este criterio es coherente con las normas de valoración contenidas en el P.G.C. que nos exige valorar los activos o su coste de adquisición o valor de mercado se este fuera inferior a aquél. En este sentido hay que interpretar que la exigencia de valorar al valor interior está amparada en la aplicación del principio de prudencia que nos obliga a reconocer una pérdida ante la posibilidad de que el activo sea realizado en el mercado y siendo dicho valor de mercado el único y razonablemente utilizable para determinar el importe posible de la pérdida. Sin embargo, en el caso de un activo o pasivo, asociado a una operación de futuros de cobertura el valor más razonable para estimar dicha pérdida será el valor de realización que le ha sido fijado en dicho contrato de cobertura ya que teóricamente, e incluso prácticamente cuando el activo cubierto debe ser entregado a la liquidación del contrato, este valor está más próximo a su valor real de realización que su valor vigente en el mercado.

Por otra parte y teniendo en cuenta que el importe de la pérdida así registrada es independiente de la evolución de los valores de mercado del elemento u operación cubierta y del activo comprometido en el contrato, el criterio propuesto será aplicable a cualquier tipo de activo o pasivo cubierto con independencia de que sea o no registrable a su valor de mercado siempre y cuando claro está que el elemento u operación cubierta sea realizado. Condición por otra parte indispensable para que la operación de futuros no genuina sea calificada como de cobertura de riesgos⁴⁸.

Como veremos en el siguiente ejemplo, la no aplicación de este criterio, cuando se dan las condiciones anteriormente expuestas, podrá distorsionar, al cierre del ejercicio, el efecto real derivado de una operación de futuros o vigente a dicha fecha.

Ejemplo:

Supongamos un activo que se encuentra registrado a su coste de adquisición por un valor de 1.000 u.m. Dicho activo no se encuentra sujeto a las correcciones de valor exigidas por el P.G.C. Es decir, se corresponde con un activo de los calificados por la Norma como no financieros. Sin embargo la empresa pretende cubrirse contra el riesgo de pérdida en el flujo de caja que pueda producirse en el momento de realizar la operación asociada a la transmisión de dicho activo.

Con este fin formaliza una operación de futuros en el mercado no organizado fijando para el activo comprometido en dicha operación un valor de venta de 950 u.m. El valor de mercado de dicho activo comprometido al cierre del ejercicio es de 980 u.m.

⁴⁸ Deben existir evidencias razonables que permitan estimar que la transacción o grupo de transacciones homogéneas a cubrir habrán de producirse en el futuro con toda probabilidad. Borrador ICAC ap. 3.1 punto a) párr. 2.

Partiendo de la base que la operación reúne los requisitos exigidos por el Borrador en sus part. 3.1 y 3.2 para ser considerada como de cobertura de riesgos y de acuerdo con el apartado 4.4.1 relativo al registro de las diferencias de cotización correspondientes a una operación genuina de cobertura de un activo no financiero poseído por la empresa. La diferencia de cotización devengada al cierre por la operación de futuros, y que en este caso será:

$$D_c = N' P_c - N' P'_m \approx 950 - 980 = - 30 \text{ u.m.}$$

Es decir, está devengando un importe a favor de la contrapartida de la operación de 30 u.m. Dicho importe no será considerado a la fecha del cierre y será registrado a la cancelación o liquidación de la operación de futuros,

Por el contrario y según el criterio propuesto, al cierre del ejercicio, la empresa deberá dotar una provisión por:

$$P_o = N P_a - N' P_c = 1000 - 950 = 50 \text{ u.m.}$$

Suponiendo que al vencimiento de la operación de futuros se mantenga el mismo valor de mercado de 980 u.m. para el activo comprometido resultará que el cobertorista deberá registrar la pérdida de 30 u.m. correspondiente a la diferencia de cotización favorable a la contrapartida del contrato ajustando en dicho importe el valor del activo cubierto con abono a la cuenta "cuentas corrientes con agentes mediadores por operaciones de futuros" (Borrador apart. 4.4.1 y cuentas específicas siendo así el nuevo valor al que figurará registrado el activo cubierto será:

$$1000 + 30 = 1030 \text{ u.m.}$$

ahora bien, la operación de futuros podrá ser liquidada a su vencimiento de dos formas posibles:

a) mediante la entrega física del activo comprometido

En este caso la empresa contabilizará la cancelación de la operación dónde se basa el activo cubierto y percibiendo el importe prefijado en el contrato para dicho activo. Esto es:

950	Tesorería	a	Activo cubierto	1030
			comprometido en el contrato	
30	Agentes mediadores			
	por operaciones con			
	futuros			

b) Por el sistema de diferencias

En este caso la empresa abonará a la contrapartida de la operación la diferencias de cotización devengada a su favor

30	Agentes mediadores por			
	operaciones con futuros	a	Tesorería	30

Ahora bien es evidente que simultáneamente la empresa deberá realizar el activo cubierto. Ya que el hecho de que al formalizar el contrato de futuros existieran "evidencias razonables de que la transacción cubierta se producirá en el futuro con toda probabilidad", habrá determinado su calificación de cobertura además de que dicha realización debe exponer a la empresa a un riesgo de pérdida (Borrador apart. 3.1. a).

Por tanto al considerar el supuesto planteado como una operación de cobertura será condición necesaria que el elemento cubierto sea realizado.

Por otra parte y dado que hemos supuesto que el activo cubierto no está sujeto a su valoración a precios de mercado consideraremos que la finalidad de la operación de cobertura es la de cubrir a la empresa contra el riesgo de pérdida derivado de una variación en el precio de venta del activo cubierto (Cobertura de flujo de caja).

Con el fin de no complicar la resolución del ejercicio supondremos que el activo cubierto estaba sujeto comprometido en una operación de venta, en la cual el valor de venta estaba fijado en:

Valor de mercado + 500 u.m.

Por tanto al vencimiento el valor de enajenación será:

$$V_v = 980 + 500 = 1480$$

Siendo el coste al cual se encuentra registrado de 1080 u.m. el resultado final obtenido en la operación de venta del activo cubierto habrá sido de

$$B = 1480 - 1030 = 450 \text{ u.m.}$$

como quiera que la empresa había estimado realizar la venta al coste de adquisición de 1000 u.m. más las 500 u.m. resultará que ha registrado una pérdida de margen de 50 u.m. de las cuales 30 u.m. corresponden a la pérdida registrada por la operación de cobertura y 20 u.m. por la caída en el precio de mercado del activo cubierto.

Es decir desde el momento de la formalización del contrato la empresa está registrando la pérdida de 50 u.m. que permanecerá y se materializará a la cancelación de la operación ya que es evidente que en definitiva la operación de cobertura le lleva a registrar a todos los efectos el activo cubierto a un valor 50 u.m. que suponen una pérdida con independencia de la evolución de su precio en el mercado.

Sin embargo dado que dicho activo no está sujeto a corrección valorativa, la aplicación de la norma tampoco nos exige reconocer la pérdida devengada por la operación de futuros con lo cual el efecto real de la operación de cobertura no habrá sido reflejado en los estados financieros establecidos a la fecha de cierre del ejercicio.

En el primer caso, el criterio aplicable no tienen duda. Se reconocería, en su caso, las pérdidas derivadas del elemento cubierto mediante la aplicación de las normas de valoración contenidas en el P.G.C. En cuanto al beneficio derivado de la operación de cobertura debería ser reconocido como un ingreso a distribuir en base a que dichas diferencias positivas no puedan ser consideradas materializadas y exigibles hasta el momento de la cancelación o liquidación de la operación de cobertura, cuando dicha operación ha sido calificada de no genuina.

Ahora bien en el segundo caso, y salvo que el activo cubierto pudiera serle de aplicación la NIC 25 relativas a inversiones financieras de carácter circulante, está claro que la revalorización derivada de un aumento del valor de mercado del elemento cubierto no podrá ser reconocida de acuerdo con las normas de valoración.

Sin embargo, la pérdida producida en la operación de cobertura corresponde al resultado de una operación que deber ser considerada a todos los efectos como independiente ya que los parámetros que definen dicha pérdida ($N' P_c$ y $N' P'_m$)⁴⁹ son totalmente ajenos a la evolución que puedan derivarse de los parámetros ($N P_m$ y $N P_a$)⁵⁰ que definen el resultado del elemento u operación cubierta.

Se trata por tanto de una pérdida que si bien tiene el carácter de eventual en cuanto a su importe ya que éste estará condicionado a la evolución final de $N' P'_m$ reúne las condiciones de riesgo previsible de carácter reversible exigida para la aplicación del principio de prudencia que nos lleva a la necesidad de provisionar dicho importe.

El importe de las pérdidas a registrar por la operación de futuros será el que corresponda de aplicar el valor nominal (N') del contrato a la diferencia entre el precio (P_c) fijado al activo comprometido en el contrato y el precio de mercado (P'_m) de dicho activo comprometido vigente a la fecha de cierre del ejercicio.

⁴⁹ $N' P_c$ = valor fijado en el contrato para el activo comprometido
 $N' P'_m$ = valor vigente en el mercado del activo comprometido

⁵⁰ $N P_a$ = valor al cual se encuentra registrado el elemento cubierto
 $N P_m$ = valor vigente en el mercado del elemento cubierto

El decir la pérdida a reconocer lo será por el total, aún cuando el valor nominal del contrato (N') sea superior al valor nominal (N) correspondiente al elemento u operación cubierta (cobertura cruzada).

2.3.3. En relación con el tratamiento de activos o pasivos financieros con rendimientos explícitos o implícitos asociados a una operación de cobertura no genuina

De acuerdo con el Borrador del ICAC (punto 4.4.2.1) los activos o pasivos financieros registrados, con rendimientos explícitos o implícitos se ajustarán al valor de reembolso fijado en el contrato para dichos activos o pasivos. Es decir:

- 1.- En el caso de los activos financieros, por la diferencia entre el valor (VNC) al cual se encuentra registrado el activo en cuestión y el valor de reembolso (N' P_c) pactado en la operación y que podemos expresar por:

$$A_a = VNC = N' P_c$$

El importe de dicho ajuste se registrará en una cuenta de Gastos a distribuir que se imputará a resultados con un criterio financiero.

- 2.- En el caso de los pasivos financieros, por la diferencia entre el valor contable (VNC) al cual se encuentra registrado el pasivo y el valor de reembolso (N' P_c) pactado en la operación, y que podemos expresar por:

$$A_p = VNC = N' P_c$$

Este ajuste, que podrá ser negativo o positivo, dependiendo del valor de NP_c , se registrará en cuenta de gastos o ingresos a distribuir, según proceda, que se imputará a resultados con un criterio financiero.

Supongamos un pasivo registrado por 1.100 u.m. que corresponde a 1.000 u.m. de nominal y 100 de rendimiento (10% de interés nominal anual). Con el fin de asegurar dicho rendimiento, se formaliza a una operación de futuros de compra de un valor nominal de igual nominal a un tipo del 12%. Es decir, el valor de reembolso en este caso será de 1.120 u.m.

De acuerdo con la Norma se registrará:

Valor de reembolso	1.120 u.m.
Valor registrado	1.1.00 u.m.
Diferencia a registrar en Gastos a distribuir	20 u.m.

Llegado el vencimiento, el tipo de mercado es del 11%. Por tanto la diferencia de cotización a pagar por el coberturista será de:

$$1.000 (12 - 11) : 100 = 10 \text{ u.m.}$$

De acuerdo con el criterio general en cuanto al tratamiento de las diferencias de cotización, el coberturista ajustará el valor del pasivo registrado en 10 u.m. Quedará por tanto el pasivo finalmente registrado por:

Valor del pasivo registrado 1.120 u.m.

Ajuste por diferencias de cotización (10) u.m.

1.110 u.m.

En el caso de que la deuda no se amortice permanecerán pendientes de imputar a resultados las 20 u.m. registradas en gastos a distribuir. Sin embargo, hay que observar que de las 20 u.m. pendientes de imputar corresponden:

- 10 u.m. por el diferencial de intereses producido en el mercado respecto al tipo al cual se encontraba referenciada la deuda (11% - 10%).

- 10 u.m. corresponden al diferencial por la operación de cobertura (12% - 11%)

Parece evidente que éstas 10 u.m. se producen como consecuencia de una operación independiente en la subida del tipo de la deuda. Luego habría que considerarla como un gasto del ejercicio y no como un gasto periodificable.

Según el criterio que aportamos el registro a realizar sería:

Al cierre del ejercicio si la operación de futuros permanece vigente:

Valor del pasivo registrado 1.100 u.m.

Valor de reembolso pactado 1.120 u.m.

Gasto financiero a registrar 20 u.m.

Al vencimiento de la operación

Pérdida a registrar por la diferencia de cotización pagada 10 u.m.

Ajuste del pasivo al tipo del mercado

(diferencial de 12% - 11%) (10) u.m.

Con lo cual, la pérdida registrada en la operación de futuros se verá compensada por la reducción del pasivo. El pasivo queda registrado por su valor de reembolso exigible (1.110 u.m.). Se habrá reconocido una pérdida de 20 u.m.

Quizás, al reconocer esta pérdida podría periodificarse la parte que se estime corresponde al aumento del tipo de la deuda según el tipo de interés vigente en el mercado pero, en cualquier caso, consideraremos como gasto del ejercicio la pérdida correspondiente al diferencial de intereses entre el tipo pactado en la operación de futuros, en este caso 12% y el tipo de mercado vigente al cierre.

2.3.4. En relación con las operaciones no genuinas destinadas a cubrir el riesgo de tipo de cambio

El Borrador del ICAC no parece claro cuando, refiriéndose a operaciones en moneda extranjera, dice en el **punto 4.4.2.2.** que se aplicara el mismo criterio que el establecido para la cobertura de **rendimientos** de elementos patrimoniales. Es decir, el establecido en el **punto 4.4.2.1.** De ser así resultará que, la diferencia entre el valor registrado y el valor de reembolso, debería registrarse en una cuenta de gastos a distribuir que sería imputable a resultados con un criterio financiero.

Partiendo de la base de que no parece razonable que una diferencia negativa de cambio sea imputable con criterio financiero, debemos entender que el criterio aplicable a estas operaciones debe ser el que corresponde a los elementos patrimoniales establecido en el **punto 4.4.1** en cuyo caso las diferencias de cotización se registrarán únicamente a la cancelación o liquidación de la operación de futuros ajustando el valor del elemento u operación principal cubierta.

Siendo así no se producirá efecto alguno en las cuentas anuales al cierre del ejercicio por operaciones de futuros cuya finalidad sea la cobertura de riesgos derivados de las fluctuaciones en los cambios.

Así pues, supongamos un crédito en moneda extranjera de 1.000 dólares registrado al tipo de cambio de la fecha de operación de 100 Ptas./dólar. Ante la expectativa de una caída del tipo de cambio, se formaliza una operación de futuros consistente en la venta de 1.000 dólares a un precio de 95 Ptas./dólar. Al cierre del ejercicio el tipo de cambio es de 98 Ptas./dólar.

De acuerdo con la Norma se procedería a registrar únicamente la corrección valorativa correspondiente y que sería:

$$1.000 (100 - 98) = 2.000$$

Es decir, estaríamos registrando una pérdida de 2.000.

Sin embargo, de acuerdo al criterio propuesto la pérdida reconocida será de:

$$1.000 (100 - 95) = 5.000$$

Llegado el vencimiento supongamos que se mantiene el mismo tipo de cambio que el existente al cierre. Es decir 98 Ptas./dólar.

De acuerdo con la Norma se registrará la diferencia de cotización producida ajustando el valor del activo cubierto.

Diferencia de cotización a pagar por el coberturista:

$$1.000 (98 - 95) = 3.000$$

que vendría a incrementar el valor del crédito que quedaría registrado por un valor de:

$$100.000 - 2.000 + 3.000 = 101.000$$

Si dicho activo se realiza en el mercado de contado la pérdida registrada sería:

$$101.000 - 98.000 = 3.000$$

Es decir, la pérdida total finalmente reconocida por el activo sería de

$$2.000 + 3.000 = 5.000$$

Sin embargo observemos que de acuerdo con la Norma, al cierre del ejercicio sólo se habrían reconocido 2.000.

En cuanto a la aplicación del criterio propuesto al vencimiento daría lugar a las siguientes operaciones:

Pérdida registrada por la diferencia de cotización pagada 3.000 Ptas.

Beneficio por la realización en el mercado de contado del activo

$$95.000 - 98.000 = (3.000)$$

Es decir, la pérdida registrada por la operación de futuros se vería compensada por el resultado positivo obtenido en el mercado de contado. Sin embargo la pérdida total de 5.000 ya fue reconocida al cierre del ejercicio.

En resumen según el criterio propuesto la pérdida a reconocer al cierre del ejercicio será la que finalmente se deriva de la operación de futuros $(100.000 - 95.000) = 5.000$ y no únicamente la que corresponde a la corrección valorativa es decir 2.000.

Sin embargo, hay otra diferencia que puede producirse entre el criterio establecido por la Norma y el criterio propuesto.

Supongamos que al cierre del ejercicio el tipo de cambio de mercado de 105 Ptas./dólar.

De acuerdo con la Norma no se registraría pérdida alguna ya que no procede realizar ninguna corrección valorativa por el activo cubierto.

Sin embargo, según el criterio propuesto resultará que, en el caso de que exista la intención de realizar el activo cubierto en el mercado de contado, no podemos descontar el posible beneficio. Esto es la diferencia:

$$105.000 - 100.000 = 5.000$$

pero, por el contrario si debemos registrar la pérdida latente por la operación de futuros y que en este caso corresponde a la diferencia:

$$105.000 - 95.000 = 10.000$$

Es decir, al cierre reconoceremos una pérdida por 10.000 u.m.

2.3.5. En relación con las operaciones no genuinas destinadas a la cobertura de rendimientos derivados de activos cuyo criterio de contabilización sea su valor de mercado

Según el Borrador del ICAC (punto 4.4.3) en este caso se registrarán al cierre del ejercicio las pérdidas potenciales que a dicha fecha pudieran existir en la operación de futuros.

Es decir, en estos casos, y según el criterio establecido por la Norma, la pérdida a registrar al cierre por el coberturista por un activo asociado a una operación de futuros, vendrá determinada por:

$$P_o = (VNC - N P_m) + (N' P_m - N' P_c)$$

Esto es, corresponderá al importe de la corrección valorativa a realizar por el activo asociado más el resultado negativo derivado de la operación de futuros.

Ahora bien, para $N = N'$ y $P_m = P'_m$ resultará, haciendo las correspondientes eliminaciones que:

$$P_o = VNC - N P_c$$

En cuyo caso, el criterio establecido por la Norma, es coincidente con el que estamos proponiendo.

Sin embargo, hay una diferencia sustancial y será cuando el resultado derivado de la operación de futuros sea positivo.

Es evidente que **el Borrador del ICAC no reconoce dicho beneficio** por corresponder a las diferencias positivas de cotización que al no ser vencidas ni líquidas (ver apart. 4.3.2) Borrador ICAC no serán registradas hasta la cancelación o liquidación de la operación (ver apart. 4.3.2.2) Borrador ICAC.

En nuestra opinión la aplicación de este criterio es excesivamente riguroso.

- La operación de futuros corresponde a un contrato firme de venta de un activo determinado a un precio fijado con la única condición de que su entrega es aplazada a una fecha futura. Evidentemente y de acuerdo con el principio de prudencia, los beneficios derivados de dichos contratos no deberán ser registrados en resultados hasta no cumplir la condición exigida por dicho principio de "beneficio realizado".

Sin embargo, el concepto de beneficio realizado no es sinónimo de beneficio materializado⁵¹ según lo interpreta la Norma. Por tanto, y en base a dicho concepto de beneficio realizado la Norma debería aceptar que, dadas ciertas condiciones, dichas diferencias positivas de cotización podrían ser reconocidas.

⁵¹ En mi opinión el beneficio realizado podría ser definido como un incremento neto de patrimonio producido como consecuencia de una transacción o acuerdo realizado y cuyo importe haya sido reconocido por un tercero que se obliga a su pago mediante contraprestación monetaria en una fecha determinada. Una ampliación de este argumento puede verse en el capítulo 4 apart. 2 de este trabajo.

2.3.6. En relación con aquellas operaciones en las cuales al cierre del ejercicio el elemento u operación cubierta se encuentran pendiente de registrar por la empresa

Para este análisis estamos considerando que, al cierre del ejercicio, permanece vigente una operación de futuros cuya finalidad es cubrir los riesgos derivados de un activo o pasivo pendiente de registrar.

De acuerdo con el Borrador del ICAC, no se tendrá en cuenta la existencia de la operación de futuros vigente al cierre. Por tanto, no se efectuará registro alguno, derivado de dicha operación, que tenga efecto en las cuentas anuales. Únicamente el borrador establece (**ver punto 4.5.3.2**) que se suministre información en la Memoria sobre la situación al cierre de la operación de futuros en vigor o, en el caso de operaciones relativas a adquisiciones posteriores de activos reales o divisas ligadas al pago de compromisos de adquisición de los mismos, cuya cotización de futuros fuese conocida al cierre e inferior al precio pactado en la operación de futuros para la entrega de la cosa en el momento de vencimiento de éste, se reconocerá la correspondiente provisión. Pero, incluso en este último supuesto, el borrador pone una salvedad: "siempre que no existan posibilidades razonables de recuperar el precio pactado".

Sin entrar en analizar las situaciones específicas en las cuales el Borrador establece el registro de la provisión, nosotros insistimos en nuestra opinión sobre el hecho de que, cuando se formaliza una operación de futuros en la cual el precio pactado es inferior al valor el cual se encuentra registrado el activo cubierto o superior cuando la operación cubierta es un pasivo, dicha operación lleva implícita para el coberturista una pérdida con independencia de la evolución del valor de mercado del elemento u operación cubierta y

de la forma de liquidación de la operación de futuros. Es decir, bien sea mediante la entrega física del activo comprometido en la operación o por el sistema de diferencias de valor.

Insistiendo en nuestro planteamiento, la pérdida a registrar al cierre del ejercicio sería:

a) En el caso de una operación de venta la pérdida a registrar vendrá determinada por:

$$P_o = (VNC - N P_m) + (N' P'_m - N' P_c)$$

Evidentemente si el elemento u operación cubierta corresponde a un activo por adquirir u operación por realizar está claro que no procederá el registro de corrección valorativa al cierre por dicho activo. Con lo cual

$$VNC - N P_m = 0$$

Por tanto, la pérdida a registrar será solamente la derivada de la operación de futuros y que vendrá determinada por la diferencia

$$P_o = N' P'_m - N' P_c$$

En el supuesto de que dicha diferencia fuera positiva y, teniendo en cuenta que no habrá otras pérdidas a compensar por el activo asociado a la operación de futuros y que, por otra parte, se trata de un beneficio pendiente de realizar, **dicha diferencia positiva deberá ser registrada al cierre como un ingreso a distribuir.**

b) En el caso de una operación de compra

El razonamiento será el mismo al del caso anterior con la diferencia de que la pérdida a reconocer, por la operación de futuros vendrá determinada por:

$$P_0 = N' P_c - N' P'_m$$

2.3.7. En relación con el tratamiento de los Gastos de transacción

a) Cuando el elemento u operación cubierta se encuentra previamente registrado por el coberturista

Con criterio general el Borrador del ICAC establece (ver punto 4.2.2) que dichos gastos se registrarán:

- Incrementando el valor del activo cubierto o
- Cuando se trate de una operación de pasivo, dichos gastos se llevarán a la cuenta de Gastos a distribuir que se imputarán a resultados siguiendo el mismo criterio que el utilizado para imputar los resultados obtenidos por el elemento u operación cubierta.

Por tanto, en el primer caso, la pérdida derivada de los gastos de transacción será reconocida siempre y cuando, correspondiendo al activo cubierto a un activo sujeto a correcciones valorativas de acuerdo con la evolución de su precio en el mercado, sea

necesario efectuar la provisión correspondiente. En caso contrario el gasto de transacción registrado será activado.

Para evitar esto la Norma establece (**ver punto 4.4.3**) que los gastos de transacción correspondientes a una operación de futuros cuya finalidad es la cobertura de riesgos derivados de un activo cuyo criterio de contabilización sea su valor de mercado, los gastos de transacción se imputarán a resultados en el ejercicio en que se formalice la operación.

Sin embargo, cuando se trata de la cobertura del riesgo derivado de un pasivo financiero registrado, el gasto se periodificarán.

Según parece, en algunos casos, la Norma establece el criterio de imputación de los gastos de transacción partiendo de la base de que, la adquisición o registro del elemento u operación cubierta, está asociado a la operación de futuros de tal forma que los gastos de transacción forman parte del coste de adquisición del activo adquirido.

Nosotros entendemos que, con carácter general, el criterio a aplicar debe ser en todos los casos el que establece el punto 4.4.3 por la siguiente razón: la operación de futuros es, generalmente, una operación formalizada con la finalidad de cubrir los riesgos derivados de un activo o pasivo ya registrado o por registrar. Se trata pues de una operación independiente de aquella que dio origen al registro del activo o pasivo cubierto.

Siendo así, los gastos de transacción derivados de la formalización de una operación de futuros se corresponden por tanto con el coste de una operación asociada al elemento u operación cubierta pero totalmente distinta que no deben distorsionar el coste de adquisición del activo registrado ni el valor de reembolso del pasivo reconocido.

b) Cuando el activo u operación cubierta corresponde a una operación por realizar

La Norma establece (ver punto 4.5.2) los gastos de transacción relativos a una operación de futuros cuya finalidad sea la de cubrir los riesgos derivados de un activo u operación pendiente de realizar, se registrarán como gastos a distribuir hasta que la transacción sea realizada momento en el cual se aplicarán los criterios establecidos para aquellas operaciones en las cuales el activo u operación cubierta se encuentra registrado.

En esta circunstancia nuestra opinión sigue siendo la misma que la propuesta para los activos u operaciones cubiertas ya registrados. Es decir, considerando que la formalización de la operación de futuros es una operación distinta a aquella que motiva el registro de un activo u operación y por tanto no puede ser asociado su coste al precio de adquisición del activo u operación registrado.

2.3.8. En relación con el tratamiento general de las diferencias de cotización en las operaciones genuinas

a) Cuando el elemento u operación cubierta se encuentra registrado por el coberturista

Con carácter general la Norma establece (ver punto 4.3.1.2) que las diferencias continuas de cotización producidas por la evolución de las cotizaciones de las operaciones de futuros cuya finalidad es la cobertura de riesgos, se contabilizarán ajustando el valor del elemento u operación cubierta. Las correcciones valorativas de los activos cubiertos con operaciones de futuros se realizarán aplicando lo establecido en el P.G.C. teniendo en

cuenta los gastos de transacción no imputados a resultados, así como las diferencias de cotización registradas.

Dicho criterio es aplicable cualquiera que sea la naturaleza del activo o pasivo cubierto.

De acuerdo a dicho criterio, está claro que las diferencias de cotización, así como los gastos de transacción, serán recogidos en la cuenta de resultados del ejercicio a través de las provisiones realizadas como consecuencia de las correcciones valorativas efectuadas.

En nuestra opinión la aplicación al cierre del ejercicio de dicho criterio provoca una cierta distorsión en las cuentas anuales por las siguientes razones:

a) Al ajustar el activo cubierto en el importe de las diferencias de cotización producidas resultará que estaremos modificando el precio de adquisición de dicho activo o de la operación cubierta⁵². Sobre este particular conviene recordar lo que nos exige la aplicación del precio de adquisición: "El principio del precio de adquisición **deberá registrarse siempre salvo** que, por disposición legal se autoricen rectificaciones al mismo".

b) En el caso de registrar una diferencia de cotización negativa (pérdida) imputada como mayor valor de un activo que no esté sometido a corrección valorativa al cierre del

⁵² Opinión compartida por el Prof. F.G. Hernández Hernández cuando dice: el tratamiento contable que plantea el Borrador del ICAC para las operaciones de futuro de cobertura no parece ser la más adecuada puesto que va en contra del principio del precio de adquisición. Comentarios al Borrador de normas del ICAC. Partida Doble nº 92 Septiembre 1998.

ejercicio supondrá que estaremos activando la pérdida futura que se producirá cuando se transmita el activo cubierto.

Supongamos un activo registrado por un precio de adquisición 1.000 u.m. Ante una expectativa de baja en su valor se formaliza una operación de futuros fijando su precio de venta en 1.000 u.m. Al cierre del ejercicio el valor de mercado del subyacente es de 1.100 u.m. (se supone que existe correlación entre el valor de mercado del subyacente y el del activo cubierto).

En este caso se registrará una diferencia de cotización negativa de:

$$1.100 - 1.000 = 100$$

De acuerdo con la Norma dicha diferencia de cotización se registrará ajustando el valor del activo cubierto. Es decir, su precio de adquisición pasará a ser de 1.000 u.m. Por otra parte, dado que el valor de mercado del activo cubierto (1.100) es igual al valor contable al cual se encuentra registrado, no procederá efectuar corrección valorativa alguna.

Por tanto, no se estará registrando pérdida alguna en el ejercicio. Sin embargo, de mantenerse el precio de mercado del subyacente (1.100) el coberturista registrará una pérdida global por la operación de 100 salvo que realice en el mercado de contado el activo cubierto.

Ahora bien, ¿no supone esto colisionar con el principio de prudencia el cual nos obliga a reconocer los riesgos previsibles y las pérdidas eventuales tan pronto sean conocidas?

c) Las operaciones de futuros pueden ser consideradas como de las denominadas **de fuera de balance** ya que, salvo la liquidación de las diferencias continuas de cotización, la operación en sí misma no da lugar a una transacción económica financiera hasta el momento de su liquidación o cancelación.

Sin embargo hay que tener en cuenta que, cuando se formaliza una operación de futuros, el coberturista está asumiendo, a cambio del precio pactado, la obligación de entregar un activo, cuando se trata de una operación de venta, o está adquiriendo el derecho a recibir un activo, en el caso de una operación de compra.

Precisamente es la fluctuación del precio de mercado de dicho activo comprometido el que estará provocando la diferencia de cotización que determinará la posición de pérdida o beneficio para el coberturista derivada de la operación de futuros.

Esto significa que, al considerar la operación de futuros como una operación de las de fuera de balance, y registrar las diferencias de cotización ajustando el valor del elemento u operación cubierta, estaremos dejando de reflejar contablemente los riesgos de pérdida en los cuales incurre el coberturista como consecuencia de la fluctuación del precio de mercado del subyacente.

Con el fin de dar solución a estos problemas creemos que se reflejarán mejor las situaciones derivadas de las operaciones de futuros procediendo contablemente de la siguiente forma:

1°.- A la formalización de la operación se registrará el compromiso derivado de la operación de futuros por el importe fijado en el contrato para el activo u elemento comprometido.

2°.- Las diferencias de cotización acumuladas durante la vigencia de la operación se registrarán en cuenta de gastos o ingresos, según proceda, ajustando el valor del derecho u obligación inicialmente reconocido.

3°.- Los ingresos así registrados (diferencias de cotización positivas) en la cuenta de resultados del ejercicio vendrán a compensar los importes reconocidos como consecuencia de las correcciones valorativas realizadas al cierre correspondiente a los activos o pasivos cubiertos.

Por su parte, los gastos (diferencias de cotización negativas) recogerán la pérdida eventual derivada de la operación de futuros.

4°.- Al vencimiento de la operación se cancelarán los saldos existentes en las cuentas correspondientes a las obligaciones o derechos reconocidos con cargo o abono a cuentas del subgrupo 57, si la operación se liquida por el sistema de diferencias o, con cargo o abono a la cuenta del activo comprometido, si la operación es liquidada mediante la entrega física de dicho activo.

b) Cuando el activo u operación cubierta corresponde a una operación pendiente de registrar

En este caso, la Norma establece (**ver punto 4.5.3.1**) que las diferencias de cotización producidas se registrarán como gastos o ingresos a distribuir, cualquiera que sea la naturaleza del activo u operación cubierta, hasta que se materialice la transacción cubierta, momento en el cual se aplicarán los criterios establecidos para las operaciones registradas.

Siguiendo con el criterio que proponemos, entendemos que las diferencias negativas de cotización producidas corresponden a una pérdida eventual. Por ello, creemos que las diferencias de este signo, producidas al cierre del ejercicio, deben ser tratadas como una pérdida eventual derivada de la operación de futuros. Por tanto, aún cuando estemos de acuerdo en registrar dichas diferencias en cuenta de gastos a distribuir, su importe debe ser provisionado.

3.- LAS NUEVAS PROPUESTAS RELATIVAS A LA CONTABILIZACION DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS. BORRADORES DE LA FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD Y DE LA FEDERACION DE EXPERTOS CONTABLES.

3.1. Propuestas del borrador de la Financial Accounting Standard

El Borrador presentado en Junio de 1996 por la FASB⁵³ está referido básicamente a la contabilización de los derivados e instrumentos financieros similares destinados a las operaciones de cobertura.

⁵³ Este borrador fue sometido a estudio en Enero/mayo 1997 y aprobado en dicha fecha para su entrada en vigor en Junio de 1998.

De las definiciones contenidas en dicho Borrador ⁵⁴ se desprende que los criterios de contabilización aportados se refieren a la contabilización de aquellos contratos cuya característica principal es:

- a) que el activo comprometido corresponda a un activo o montante nocional distinto del activo o transacción cubierta.
- b) que puedan ser cancelados o liquidados por diferencias de valor, es decir, que no se exige la entrega del activo comprometido.
- c) Que el valor de dicho activo está sujeto a las variaciones de precio en su mercado pudiendo dichas variaciones ser claramente determinadas y realizadas.

Así pues, los criterios de contabilización propuestos son aplicables a un contrato de futuros atendiendo a las características del subyacente y no a la cualidad del mercado donde dicho contrato se ha formalizado.

Siguiendo con los aspectos más controvertidos en cuanto al registro contable de estos instrumentos analizaremos las nuevas aportaciones de la FASB en cuanto a la inclusión en el Balance de situación y al reconocimiento de los resultados de estas operaciones.

a) Inclusión en el Balance de situación

⁵⁴ Ver Borrador FAS Junio 1996 apartado 6 y 8.

La FASB considera ⁵⁵ que todos los derivados deben ser reconocidos en los estados financieros figurando como activos o pasivos dependiendo de que de ellos se derivan derechos u obligaciones. Los contratos así registrados serán valorados a su "fair value" o lo que nosotros entendemos como valor real de realización.

Es evidente que este criterio sólo podrá ser aplicable a aquellos instrumentos cuyo "fair value", o valor de realización, pueda ser determinado y sea posible establecer las diferencias de valor pagables a la liquidación del contrato.

b) Reconocimiento de resultados

La propuesta del FASB distingue los derivados que pueden ser designados como destinados o la cobertura de riesgos, de aquellos cuya única finalidad sea la obtención de un beneficio. Es decir, se mantiene la postura actual de diferenciar operaciones de cobertura y especulativas.

En cuanto a las denominadas operaciones de cobertura presenta una novedad ya que distingue las que cubren el riesgo de una variación en el precio de mercado del elemento cubierto, de aquellas que tratan de cubrir una variación en los flujos de caja ⁵⁶. Así pues, trata tres clases de operaciones de cobertura:

- Cobertura de los riesgos derivados de una variación en los precios de mercado.
- Cobertura de los riesgos derivados de una variación en los flujos de caja.

⁵⁵ Ver Borrador FAS Junio de 1996, apartado 10 y 73.

⁵⁶ Ver Borrador FAS de Junio de 1996, apartado 11.

Esta diferenciación entre los riesgos derivados de una variación en el precio y los que corresponden a una variación en los flujos de caja esperados, podemos asimilarla a la diferenciación que ya hacia el FASB 80 respecto a la cobertura de partidas contabilizadas a su valor de realización o bien de activos, pasivos o compromisos en firme.

- Cobertura de los riesgos derivados de una variación de los tipos de cambio de inversiones en entidades extranjeras.

1.- Cobertura de los riesgos derivados de una variación en los precios de mercado.

Las condiciones exigidas para considerar en este caso a un derivado como instrumento de cobertura son ⁵⁷:

- a) Al comienzo de la cobertura se documentará la relación entre el instrumento de cobertura y el elemento cubierto.
- b) El uso del instrumento de cobertura debe ser consistente con la política de gestión de riesgos de la entidad.
- c) El elemento cubierto será todo o una parte de un activo o pasivo.
- d) Si el elemento cubierto es un grupo de elementos, estos elementos deben ser similares.
- e) El valor de mercado del activo cubierto podrá ser determinable.

⁵⁷ Ver Borrador FAS de Junio de 1996, apartado 12.

- f) Si cambia el precio de mercado del activo cubierto puede afectar a los beneficios reportados.
- g) El instrumento de cobertura no es una opción vendida.
- h) La entidad puede determinar el coste o producto real del elemento cubierto.

Esta propuesta mantiene, respecto al FASB 80, la necesidad de que la posición cubierta exponga a la entidad a un riesgo de pérdida y además amplía otras condiciones en cuanto será necesario demostrar:

- La intención previa de efectuar la cobertura⁵⁸
- La posibilidad de determinar el valor de mercado y coste o producto real de la posición cubierta

Por el contrario no considera necesario la existencia de correlación entre la evolución del precio de mercado del elemento cubierto y el del activo subyacente objeto del contrato de cobertura. La razón, como veremos más adelante, es que el nuevo criterio aportado se basa precisamente en reconocer los beneficios o pérdidas derivados de la cobertura por el mismo importe que las pérdidas o beneficios registrados por el elemento cubierto. De esta forma las variaciones reconocidas por el instrumento de cobertura serán siempre de igual importe a las registradas por el elemento cubierto.

⁵⁸ Ver el punto a) y b) de las condiciones exigidas en el ap. 12 del Borrador anteriormente expuestas.

La propuesta de la FASB para el reconocimiento de los resultados experimentados por el derivado es la siguiente ⁵⁹:

Para un derivado designado como cobertura de la exposición al cambio de valor de un activo o pasivo reconocido o de un compromiso firme, las ganancias o pérdidas serán reconocidas en resultados en el período en el cual se producen, junto con los cambios de valor producidos en el elemento cubierto.

El registro contable se efectuará ajustando el valor del elemento cubierto por el importe de la ganancia o pérdida registrada en el derivado hasta el punto en el cual la ganancia o la pérdida compense la pérdida o ganancia experimentada en el elemento cubierto.

Es decir, el registro contable de los cambios de valor producidos en el instrumento de cobertura podrá efectuarse ⁶⁰:

a) Reconociendo en la cuenta de resultados las ganancias o pérdidas resultantes de los cambios de valor producidos en el instrumento de cobertura con el límite de las pérdidas o ganancias reconocidas por el elemento cubierto. O bien,

b) Ajustando el valor del elemento cubierto en el importe de la ganancia o pérdida obtenida en el instrumento de cobertura. Con el límite de la pérdida o ganancia que debería reconocerse por el elemento cubierto.

⁵⁹ Ver Borrador FAS de Junio de 1996 Sumario.

⁶⁰ Ver Borrador FAS de Junio de 1996 apartado 14.

Esto supone un reconocimiento simétrico de resultados de tal forma que, la ganancia o pérdida reconocida en resultados por el instrumento de cobertura no excederá al importe de la pérdida o ganancia registrada por el elemento cubierto.

En condiciones en las cuales la ganancia o pérdida derivada del instrumento de cobertura sea mayor que la pérdida o ganancia registrada por el elemento cubierto, dicho elemento cubierto quedará valorado a su precio de mercado.

Ahora bien, puede presentarse un caso particular y será aquél en el cual la ganancia o pérdida derivada del instrumento de cobertura sea menor que la pérdida o ganancia a reconocer por el elemento cubierto. En este caso y según reconoce el propio Borrador ⁶¹ el elemento cubierto quedaría valorado al valor de mercado del instrumento de cobertura lo cual no sería correcto.

Como solución a este caso, el Borrador propone ⁶² "Si una parte del cambio en el fair value del elemento cubierto no es reconocida en resultados en el período del cambio debido a una limitación relativa a los cambios compensables en el fair value del instrumento de cobertura, ésta parte no reconocida será susceptible de ser registrada en resultados en el período en el cual los cambios de valor en el instrumento de cobertura excedan a los cambios de valor producidos en el elemento cubierto". Entendemos que éste diferimiento de la pérdida en el elemento cubierto deberá efectuarse mediante la dotación de la correspondiente provisión.

⁶¹ Ver Borrador FAS de Junio de 1996 apartado 110.

⁶² Ver Borrador FAS de Junio de 1996 apartado 13.

Por otra parte dado que el registro en cuenta de resultados de las variaciones en los cambios del valor del instrumento de cobertura exige el reconocimiento paralelo de las pérdidas o ganancias a reconocer por el elemento cubierto es evidente que, en el caso de que la cobertura corresponda a una operación por realizar, los resultados obtenidos por la cobertura deberán ser diferidos hasta que se registren los resultados derivados el elemento cubierto por registrar o hasta la cancelación de la operación de cobertura.

Para aquellos derivados que no pueden ser designados como de cobertura al no cumplir las condiciones exigidas, las ganancias o pérdidas que de ellos se deriven serán reconocidas en resultados en el momento en que éstas se produzcan ⁶³.

2.- Cobertura de los riesgos derivados de una variación en los flujos de caja

Se trata de una nueva aportación mediante la cual se distingue las pérdidas que puedan producirse como consecuencia en la variación del valor de mercado de un activo o, de aquellas producidas como consecuencia de un defecto en los flujos de caja esperados como puede ser:

- una variación en los tipos de interés al cual se encuentra referenciado un activo o pasivo.
- una variación en los tipos de cambio al cual se encuentren registrados activos o pasivos en moneda extranjera.

⁶³ Ver Borrador FAS de Junio de 1996 Sumario.

- una variación en los precios de los productos asociados a una operación de venta a realizar a un precio prefijado.

Hay que señalar que la nueva propuesta de la FAS no excluye expresamente coberturas de flujos de caja relativos a operaciones en divisas.

En cualquier caso este tipo de cobertura corresponderá siempre a una transacción futura.

Las condiciones exigidas para que un derivado pueda ser considerado como cobertura de un flujo de caja son ⁶⁴:

- Documentación formal al comienzo, incluyendo una descripción de la transacción futura.
- Al comienzo de la cobertura se documenta la relación entre el instrumento de cobertura y el cubierto
- El uso del instrumento de cobertura es consistente con la política de gestión de riesgos de la entidad.
- El instrumento de cobertura no es una opción vendida.

⁶⁴ Ver Borrador FAS, de Junio de 1996, apartado 20.

- Los flujos de caja del elemento de cobertura se espera que compensen los cambios en el flujo de caja del elemento cubierto como consecuencia de cambios en las condiciones del mercado.
- La variación del flujo de caja por una transacción futura no corresponderá a un activo o pasivo asociado a una cobertura de variación de valor de mercado.

Las pérdidas o ganancias derivadas de un instrumento de cobertura destinado a cubrir los riesgos de variación en los flujos de caja de una transacción prevista se registrarán como gastos o ingresos a distribuir reconociéndose en resultados en la fecha originalmente prevista para la realización de la transacción prevista salvo circunstancias que determinen expectativas de que la operación no será realizada en cuyo caso las ganancias o pérdidas serán reconocidas en resultados en ese momento ⁶⁵.

Para aquellos derivados que no puedan ser designados como de cobertura al no cumplir las condiciones exigidas, las ganancias o pérdidas que de ellos se deriven serán reconocidas en resultados en el momento en que estas se produzcan.

3.- Cobertura de los riesgos derivados de inversiones en el extranjero

Los cambios producidos en un derivado destinado a la cobertura del riesgo de cambio en inversiones extranjeras se reportarán de igual manera que los ajustes efectuados por conversión de cuentas filiales ⁶⁶.

⁶⁵ Ver Borrador FAS, de Junio de 1996, apartado 27.

⁶⁶ Ver Borrador FAS, de Junio de 1996, apartado 28.

3.2. Propuestas de la Federación de Expertos contables:

El Grupo de trabajo establecido por la FEE se ha basado para la aportación de sus criterios en la Circular 4/91 como norma actualmente operante en España y teniendo en cuenta:

- a) El borrador propuesto por la IASC en Septiembre de 1996
- b) El borrador presentado por la FAS en Junio de 1996.

Los criterios aportados por la FEE en su borrador se refieren básicamente al reconocimiento y valoración de los instrumentos financieros en general y de los derivados en particular con excepción de los relativos a mercancías (commodity)⁶⁷.

Con este fin clasifica los instrumentos financieros en tres grupos:

- 1.- Instrumentos financieros considerados como "trading portfolio", y que podemos traducir como cartera de negociación.
- 2.- Instrumentos financieros considerados como "non trading portfolio" que podemos traducir por cartera de inversión.

3. Los instrumentos financieros considerados de cobertura

⁶⁷ Respecto a la contabilización de contratos sobre mercancías u otros activos reales puede verse el Documento de AECA nº XX "Futuros y opciones sobre mercancías".

Con carácter general el Borrador de la IEE define como instrumento financiero ⁶⁸:

"Cualquier contrato que genere un activo financiero en una entidad y un pasivo financiero o un instrumento de fondos propios en otra".

Considera un activo o pasivo financiero el derecho u obligación contractual mediante el cual se recibe o entrega tesorería u otro activo financiero o se intercambian instrumentos financieros en condiciones que potencialmente son favorables.

La cartera de negociación podemos definirla como el conjunto de instrumentos financieros mantenidos con el propósito de obtener beneficios a corto plazo derivados de las variaciones en sus precios de mercado ⁶⁹. Se trata de instrumentos financieros que fundamentalmente pueden ser negociados en mercados muy líquidos y que por tanto deberán ser clasificados como un activo o pasivo circulante del Balance. Este criterio ya había sido propuesto en IAS 25 relativo a las inversiones financieras.

La cartera de inversión estará compuesta por el resto de los instrumentos financieros y que podemos considerar forman el activo o pasivo financiero fijo del Balance⁷⁰.

Los instrumentos de cobertura son aquellos mantenidos con el propósito de cubrir los riesgos derivados de una variación en el precio, tipo de interés o de cambio, de una operación de activo o pasivo ya registrada o por registrar.

⁶⁸ Ver Borrador FEE Apéndice II apartado 2. Criterio basado en IAS 32 párrafo 32.10.

⁶⁹ Ver Borrador FEE apartado 3.16.

⁷⁰ Ver Borrador FEE apartado 3.16.

La cartera de negociación será valorada a su "fair value" ⁷¹ o valor al cual el instrumento puede ser realizado mediante una transacción efectuada en condiciones normales de mercado siendo aplicable esta valoración tanto a operaciones de activo como de pasivo. Las pérdidas o ganancias resultantes de esta valoración se reconocerán como pérdidas o ganancias del ejercicio ⁷².

Por su parte la cartera de inversión se valorará a su coste de adquisición o valor de mercado si este fuera inferior o de acuerdo a las reglas que le sean específicamente aplicables de acuerdo con el apartado 35 de la 4ª. Directiva ⁷³.

Sentadas estas bases, veamos los criterios aportados concretamente sobre la inclusión en el Balance de los instrumentos de cobertura así como sobre el reconocimiento de los resultados devengados por dichos instrumentos.

a) Inclusión en el balance de situación

La FEE entiende que, en la medida que los derivados corresponden a un instrumento financiero sujeto a cambios en el valor de los derechos u obligaciones que de ellos se derivan, deben ser incluidos en el balance de situación ⁷⁴.

⁷¹ El concepto "fair value" es distinto al de valor de mercado en el sentido de que el valor de mercado se trata de un valor que generalmente se toma por analogía y que a veces no es coincidente con el valor real de realización. Borrador FEE apartado 3.22.

⁷² Ver Borrador FEE apartado 2.21.

⁷³ Ver Borrador FEE apartado 3.24.

⁷⁴ Ver Borrador FEE apartado 1.30.

El valor al cual dichos derivados deberán ser registrados en el balance de situación dependerá de que el derivado en cuestión haya sido incluido en la cartera de negociación o en la de inversión ⁷⁵.

Así en el caso de que se encuentren incluidos en la cartera de negociación se valorarán a su precio de realización (fair value). Por el contrario si se encuentran incluidos en la cartera de inversión serán valorados a su coste de adquisición o valor de realización (fair value) si este fuera inferior.

En el supuesto de que el derivado corresponda a una operación calificada de cobertura el derivado se valorará de acuerdo al mismo criterio que el establecido para el instrumento financiero cubierto ⁷⁶.

b) Reconocimiento de resultados

Sobre este particular hay que señalar que la FEE no distingue específicamente el hecho de que un contrato haya sido formalizado en un mercado organizado o no organizado. Sin embargo, hay que entender que al clasificar los instrumentos de cobertura en negociables en mercados muy líquidos (cartera de negociación) o resto (cartera de inversión) es evidente que podemos identificar los mercados muy líquidos con los mercados organizados. Luego de alguna forma se establece, aunque sea implícitamente, la diferencia entre mercados.

⁷⁵ Ver Borrador FEE apartado 3.31.

⁷⁶ Ver Borrador FEE apartado 3.41.

Respecto a la diferenciación de los instrumentos en cuanto a su finalidad, esto es, que estén destinados a la cobertura o a la especulación, considera que no es necesario establecer a priori esta diferenciación teniendo en cuenta que si, por corresponder a la cartera de negociación, el instrumento cubierto y el instrumento de cobertura se encuentran valorados ambos a su valor de realización "fair value" resultará que, las pérdidas o ganancias derivadas de dicha valoración se compensarán entre sí, en las cuenta de resultados cumpliendo así la función de cobertura ⁷⁷

Ahora bien, si el instrumento financiero cubierto está incluido en la cartera de inversión, en cuyo caso su valoración será distinta a la que corresponda a su valor de realización "fair value", o bien el instrumento cubierto corresponde a una transacción pendiente de realizar, en estas circunstancias, si será necesario establecer condiciones para considerar la operación como de cobertura y aplicar un criterio distinto en cuanto al reconocimiento de los resultados derivados del instrumento de cobertura ⁷⁸.

Las tres condiciones para considerar una operación como de cobertura son las siguientes ⁷⁹

- Designación previa del instrumento de cobertura
- Demostración de la efectividad de la cobertura mediante la documentación de sus características e indicando vencimiento y términos de la posición cubierta.

⁷⁷ Ver Borrador FEE apartado 3.36.

⁷⁸ Ver Borrador FEE apartado 3.37.

⁷⁹ Ver Borrador FEE apartado 3.40.

- Demostración de la existencia de correlación entre las variaciones de los precios de mercado del instrumento de cobertura y del instrumento financiero cubierto.

Si se cumplen estas condiciones el instrumento de cobertura será clasificado y valorado de acuerdo al mismo criterio utilizado para el instrumento financiero cubierto hasta el punto en el cual se alcance la correlación de los resultados registrados.

Los resultados positivos o negativos derivados del instrumento de cobertura que no hayan sido compensados serán tratados de acuerdo a las reglas establecidas para las carteras a las cuales el instrumento cubierto y la cobertura pertenecen ⁸⁰.

Es decir, hay que interpretar que, los resultados a reconocer por el instrumento de cobertura no podrán exceder en cualquier caso a los resultados reconocidos por el instrumento cubierto con lo cual se conseguirá el objetivo de la cobertura.

En el caso de que el instrumento cubierto deba ser valorado al valor más bajo entre su coste y su valor de mercado el resultado a reconocer corresponderá a la suma del resultado reconocido por el instrumento cubierto y el reconocido por el instrumento de cobertura una vez valorado éste, el valor más bajo de su coste o el de mercado ⁸¹.

Es decir, las pérdidas reconocidas por el instrumento cubierto se compensarán con los beneficios derivados del instrumento de cobertura. La aplicación de este criterio supondrá:

⁸⁰ Ver Borrador FEE apartado 3.41.

⁸¹ Ver Borrador FEE apartado 3.42.

- Dada la correlación entre el valor de mercado del elemento cubierto y del activo subyacente objeto del contrato de cobertura implica una igualdad entre el valor de mercado del cubierto y del subyacente, con lo cual definitivamente el elemento cubierto se reportará en balance valorado al precio que le fue fijado al subyacente en el contrato de cobertura.
- Si la ganancia por el elemento cubierto no puede ser reconocida tampoco se reconocerá la pérdida derivada del instrumento de cobertura.
- En el caso de que la ganancia por el elemento cubierto pueda ser reconocida al amparo de un criterio de valoración aceptado, resultaría que estaríamos compensando el beneficio probable derivado de la mayor valoración del elemento cubierto con la pérdida cierta generada por el instrumento de cobertura.

Cuando el instrumento cubierto corresponda a una transacción futura pendiente de registrar los resultados derivados del instrumento de cobertura se registrarán cuando se reconozcan los beneficios o pérdidas derivadas de la transacción cubierta ⁸².

Es decir, en las operaciones calificadas de cobertura, se trata de aplicar una regla de simetría de tal forma que, los resultados derivados del instrumento de cobertura se registrarán en la misma medida que los resultados reconocidos por el instrumento o transacción cubierta.

⁸² Ver Borrador FEE apartado 3.43.

Conclusión: El criterio aportado para las operaciones consideradas especulativas es coincidente con la normativa actualmente vigente.

Respecto a las operaciones de cobertura no hay cambios sustanciales en cuanto a las condiciones exigidas para su calificación manteniendo sobre todo la necesidad de que exista correlación entre las variaciones del precio del mercado del instrumento cubierto y el de la cobertura.

En cuanto al reconocimiento de los resultados derivados de dichas operaciones de cobertura, el criterio de simetría propuesto es coincidente con el actualmente vigente, en la circular 4/91 del Banco de España y la circular 5/90 de la CNMV, manteniéndose el inconveniente de que, con la aplicación de este criterio de simetría, en ningún caso serán reconocidas las pérdidas derivadas del instrumento de cobertura hasta el momento del vencimiento de la operación.

En cuanto a las operaciones de cobertura correspondientes a transacciones pendientes de realizar se propone el mismo criterio que el contenido en la normativa vigente actual en el sentido de que las pérdidas o beneficios derivados serán diferidos hasta el momento en el cual se reconozcan los resultados derivados de la transacción cubierta.

4.- ANÁLISIS DE LOS PROBLEMAS RELATIVOS AL RECONOCIMIENTO DE LOS RESULTADOS GENERADOS POR UNA OPERACIÓN DE FUTUROS VIGENTE AL CIERRE DEL EJERCICIO

4.1. Introducción

4.2. El concepto de beneficio realizado

4.3. Diferencia de criterio aplicado al reconocimiento de los resultados dependiendo de que la operación sea calificada de cobertura o especulativa.

4.3.1. Efectos derivados de la aplicación del criterio de ajuste del valor de la operación cubierta.

4.3.1.1. Cuando al cierre del ejercicio se produce la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento u operación cubierta y el contrato de futuros devenga beneficio (Escenario A).

4.3.1.2. Cuando al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada por el elemento cubierto y por el contrario se produce una pérdida en el contrato de futuros (Escenario B).

4.3.2. Efectos derivados de la aplicación de la regla de simetría

4.3.2.1. Cuando al cierre del ejercicio se produce la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento cubierto y el contrato de futuros devenga un beneficio.

4.3.2.2. Cuando al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada por el elemento cubierto y por su parte el contrato de futuros devenga una pérdida

4.4. Contratos formalizados en cobertura de riesgos derivados de operaciones por realizar.

4.- ANÁLISIS DE LOS PROBLEMAS RELATIVOS AL RECONOCIMIENTO DE LOS RESULTADOS GENERADOS POR UNA OPERACIÓN DE FUTUROS VIGENTE AL CIERRE DEL EJERCICIO

4.1. Introducción

Es evidente que la finalidad perseguida por un usuario que formaliza un contrato a futuros es la obtención de un beneficio ⁸³. Dicho beneficio vendrá determinado, cuando se trate de un contrato de venta, por: la diferencia existente al vencimiento de dicho contrato entre el valor (**N' Pc**) que le ha sido fijado al activo comprometido por el contrato (en adelante activo subyacente) y su valor vigente en el mercado (**N' P'm**) y que podemos expresar por:

$$B^o = N' Pc - N' P'm$$

o por la diferencia

$$B^o = N' P'm - N' Pc$$

cuando se trate de un contrato de compra.

Dicho beneficio podrá estar destinado: a cubrir las posibles pérdidas derivadas de la variación en su precio, tipo de cambio o de interés, de una operación ya registrada o por registrar, en cuyo caso la operación podrá ser considerada como de cobertura, o simplemente a obtener una ganancia siendo entonces la operación calificada como especulativa.

⁸³ Ver Tema II de este trabajo: páginas relativas a la estrategia de las operaciones a futuro.

Con independencia de considerar sí la formalización de un contrato de futuros debe ser registrada en el sistema contable principal o por el contrario debe ser calificado como una operación fuera de balance y registrado mediante simple anotación en cuenta, *el problema fundamental que plantean estas operaciones gira en torno al criterio que debe ser aplicado al reconocimiento de los resultados devengados por un contrato que permanece vigente al cierre del ejercicio.*

Sobre este particular hay que tener en cuenta que, a lo largo de la vigencia de la operación, el contrato irá arrojando un resultado que dependerá de la evolución del precio de mercado del subyacente (**P'm**). Siendo así, el usuario que, al cierre del ejercicio, mantiene un contrato de futuros se encuentra con una operación que arroja un resultado que no puede ser considerado cierto en cuanto a su importe y cuya materialización está diferida al momento de la liquidación o cancelación del contrato.

Por tanto, y desde una perspectiva contable, la primera cuestión a resolver es determinar si, el resultado generado por una operación de futuros que, permanece vigente al cierre del ejercicio, puede considerarse como un resultado registrable en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio ⁸⁴ y ⁸⁵.

⁸⁴ El Prof. J.L. Sánchez Fdez-Valderrama hace depender básicamente el reconocimiento de los resultados derivados del contrato, del tipo de instrumento y de la motivación proponiendo dos soluciones: a) Reflejo de las diferencias negativas vía provisión y aplazamiento del reconocimiento contable de las positivas hasta la conclusión del contrato. b) Contabilización inmediata de las diferencias positivas o negativas cuando se producen y se derivan de la liquidación efectiva por agentes oficiales del mercado. "Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros", Pág. 90.

⁸⁵ Por su parte el Prof. A. Larriba Díaz-Zorita opina que para una operación de cobertura formalizada en un mercado organizado los resultados (cualesquiera que sea) serán registrados en una cuenta transitoria desde la que se imputarán a resultados en función de la clase de cobertura mientras que las producidas por una operación especulativa se imputarán directamente a resultados. Contabilización de operaciones de futuros y opciones. Partida Doble nº 58, pág. 9, julio 1995.

El Prof. J.L. Cea considera que: el tratamiento contable correcto de las diferencias de los contratos especulativos exige su imputación directa y sin demora a la cuenta de pérdidas y ganancias. Sin embargo, el tratamiento de las diferencias de los contratos de cobertura debe consistir en encadenar dichas diferencias a las transacciones principales protegidas de tal modo que no deberían revertir ni gradual ni directamente a la cuenta de pérdidas y ganancias sino que su imputación a esta cuenta debe producirse cuando se realice la reversion a dicha cuenta de los efectos de la transacción principal a la que cubren. "Análisis contable de los contratos de futuros" pág. 47 a 49

De acuerdo con el principio de prudencia estamos obligados a reconocer en la cuenta de resultados los riesgos previsibles y las pérdidas eventuales tan pronto son conocidas. Por ello, aún cuando las operaciones de futuros sean consideradas como operaciones fuera de balance y se decida no registrarlas en el sistema contable principal, siempre, y de acuerdo con dicho principio, generadas en cualquier momento de su vigencia por la operación de futuros.

Ahora bien, el problema se plantea cuando el resultado generado por la operación vigente se corresponde con un beneficio que, como ya hemos dicho, es incierto en cuanto a su importe y cuya materialización está condicionada al cumplimiento del contrato.

El Borrador del I.C.A.C. soluciona este problema limitado al reconocimiento de los resultados positivos, generados por una operación de futuros vigente al cierre del ejercicio, dependiendo de que el contrato haya sido, o no, formalizado en un mercado organizado (operaciones genuinas).

Es decir, admite que sólo pueden ser aceptados como beneficios registrables en la cuenta de resultados las diferencias de cotización que diariamente establece la sociedad rectora de dicho mercado por entender que dichas diferencias se corresponden con un importe cierto exigible cuyo cobro se encuentra suficientemente garantizado. Por el contrario, no acepta como beneficios registrables los devengados por operaciones de futuros formalizadas en los mercados no organizados (operaciones no genuinas) en cuyo caso el beneficio sólo será reconocido en el momento en el cual se cancele o liquide la operación ⁸⁶.

⁸⁶ Ver Borrador del ICAC apartados 4.3.2.1 y 4.3.2.2.

Sin embargo el Borrador de la FEE es más flexible sobre este particular y, aplicando los criterios contenidos en el NIC nº 25 sobre valoración de las inversiones financieras, acepta que puedan ser reconocidos los resultados positivos que puedan derivarse de las correcciones de valor de un contrato sobre derivados entendiendo que se trata de una inversión financiera de carácter circulante que puede ser realizada en su mercado en cualquier momento ⁸⁷.

Por tanto, es razonable que existan reservas respecto al reconocimiento de los resultados derivados de una operación de futuros vigente al cierre del ejercicio teniendo en cuenta que el principio de prudencia, establecido por P.G.C., nos exige que sólo serán contabilizados y al cierre del ejercicio los beneficios realizados y que no disponemos de una definición concreta sobre que debemos entender por beneficio realizado que, por otra parte, no debemos confundir en ningún caso con el concepto de beneficio materializado.

Si asimiláramos el término beneficio realizado, que nos exige el principio de prudencia, al término beneficio materializado, está claro que sólo deberían ser registrados en la cuenta de resultados del ejercicio los incrementos de activo producidos cuando estos hayan sido cobrados.

Sin embargo, en la práctica contable esto no es exactamente así ya que está generalmente aceptado registrar en el ejercicio como beneficios los importes ciertos derivados de incrementos netos de activo producidos como consecuencia de transacciones o acuerdos realizados con terceros y no existan dudas en cuanto a que dichos incremento de activo serán materializados.

⁸⁷ Interpretación del apartado 3.16 del Borrador de la FEE.

Aun cuando ésta práctica contable es generalmente realizada y aceptada por los criterios de auditoría, sería necesario no obstante encontrar una definición de beneficio realizado que no colisione con el principio de prudencia y que pueda ser doctrinalmente aplicada a las operaciones en general. Esto permitirá que, los resultados derivados de las operaciones de futuros puedan ser calificados con independencia de que hayan sido formalizados en un mercado organizado o no organizado.

Sobre este particular, hay que tener en cuenta, que las propuestas contenidas en el Borrador del ICAC ⁸⁸ difiere, el reconocimientos de los resultados positivos obtenidos en contratos formalizados en mercados no organizados, al momento de la cancelación o liquidación de dichos contratos. Quizás esta postura pueda ser demasiado drástica para ser aplicada con carácter general. Por otra parte, son demasiado numerosos los contratos de estas características utilizados en el mercado para darles un tratamiento marginal máxime cuando a partir de Junio de 1997 las Sociedades de Inversión Colectiva pueden efectuar inversiones utilizando contratos formalizados en mercados O.T.C. ⁸⁹.

4.2. El concepto de beneficio realizado

Sabemos que tiene la consideración de beneficio el importe correspondiente a un incremento neto patrimonial de signo positivo producido como consecuencia de una transacción o acuerdo realizado. La práctica generalmente aceptada exige como condición para registrar dicho beneficio en la cuenta de resultados que dicho importe haya sido reconocido por un tercero y que no existan dudas en cuanto a su materialización.

⁸⁸ Ver criterios aplicables al reconocimiento de los resultados correspondientes a las operaciones no genuinas.

⁸⁹ Ver BOE 13.6.97.

Por tanto, en base a esto *podríamos definir como beneficio realizado: los incrementos netos positivos de patrimonio producidos como consecuencia de una transacción o acuerdo realizado y cuyo importe haya sido reconocido por un tercero que se obliga a su pago mediante contraprestación monetaria en una fecha determinada* ⁹⁰.

Es decir, para que un determinado importe pueda ser incorporado al fondo de garantía frente a terceros, esto es a los fondos propios del sujeto o la empresa en cuestión, será condición indispensable que dicho importe registrado sea reconocido a su vez por un tercero y que exista una fecha fija para su materialización.

Esto supone implícitamente que: el tercero haya reconocido la obligación de pago, lo cual supone a su vez que la transacción o acuerdo que genera el incremento patrimonial ha sido realizada de conformidad con la contrapartida.

Este criterio será aplicable en cuanto al reconocimiento de dicho incremento patrimonial como beneficio, con independencia de que, determinadas circunstancias, puedan generar dudas razonables en cuanto a su materialización, obligando a efectuar la correspondiente provisión por insolvencia del crédito registrado frente al tercero en cuestión.

Si aceptamos este concepto de beneficio realizado supone que cualquier resultado positivo generado por una operación de futuros vigente al cierre del ejercicio que cumpla la condición de estar asumido por un tercero y ser exigible su materialización de fecha determinada, será registrable en la cuenta de resultados del ejercicio.

⁹⁰ Introducir el término "contraprestación monetaria" elimina del concepto de beneficio los derivados de determinadas operaciones de permuta según exige la Resolución 27/7/92 del ICAC.

Siendo así tendremos que: los resultados derivados de contratos formalizados en un mercado organizado, que están sujetos a las liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias, serán beneficios registrables en resultados en el mismo momento en que se establecen las diferencias continuas de cotización ya que a partir de dicho momento son imputables a la contrapartida y exigibles en la misma fecha.

Por la misma razón, también tendrán la consideración de beneficios registrables, para la posición compradora de una opción, el importe de la diferencia existente entre el precio de ejercicio fijado para el elemento objeto de la opción y su valor de mercado, cuando dicha opción corresponda a la modalidad americana ⁹¹.

Por el contrario, no podrá ser reconocido como beneficio las diferencias derivadas de un contrato a futuros cuando las condiciones de dicho contrato exijan, necesariamente el vencimiento del contrato, la entrega física del elemento comprometido ya que hay que entender que, mientras la entrega de dicho elemento no sea efectuada la transacción no podrá ser considerada como realizada lo cual supone que hasta ese momento de contrapartida no estará obligada a asumir el pago lo cual es una de las condiciones básicas impuestas para que el beneficio pueda ser calificado como registrable.

Esto significa que, *para calificar como registrable en cuenta los resultados el beneficio de una operación de futuros, no deberá ser necesario atender al hecho de si la operación ha sido o no formalizada en un mercado organizado. Debería ser suficiente determinar si, dicho beneficio, cumple las condiciones antes expuestas para ser*

⁹¹ Ver Tema II: punto 6: páginas relativas a las clases de opciones, ya que en este caso el comprador podrá ejercer su derecho en cualquier momento de la vigencia de la operación. Es decir, podrá materializar el beneficio de acuerdo con la contrapartida o posición vendedora de la operación.

considerado como un "beneficio realizado" y por tanto, registrable a la fecha de cierre del ejercicio, en la cuantía de resultados.

4.3. Diferencia de criterio aplicado al reconocimiento de los resultados dependiendo de que la operación sea calificada de cobertura o especulativa.

Aceptado que, dadas determinadas condiciones, el beneficio generado por una operación de futuros vigente al cierre del ejercicio podrá ser registrado en la cuenta de resultados del ejercicio, podrá suceder que el beneficio registrado por dicha operación tenga por finalidad:

- a) Obtener únicamente una ganancia de naturaleza financiera, o bien,
- b) Compensar las pérdidas que puedan derivarse de la variación en su precio, tipo de cambio o de interés, de una operación ya registrada o por registrar.

En el primer caso, la operación de futuros será calificada como especulativa y su resultado será registrado en la cuenta de resultados en el momento en el cual éste se produce. Así lo reconocen tanto la normativa actualmente vigente Circular 4/91 del Banco de España, como los Borradores del ICAC y FASB Junio 1996 ⁹².

Ahora bien, en el segundo caso, podemos suponer que la operación de futuros se encuentra asociada a la operación cuyo riesgo de pérdida se trata de cubrir. Siendo así, el resultado a reconocer al cierre del ejercicio por la operación cubierta dependería del resultado obtenido por la operación de futuros. O dicho de otro modo, la valoración a

⁹² Ver: Circular 4/91 norma 5ª 10, Borrador del ICAC apartado 4.3.1.1 y FASB Junio 1996 sumario.

realizar, al cierre del ejercicio, de la operación cubierta, estará asociada al valor de mercado del activo subyacente objeto del contrato de futuros.

En este sentido hay que tener en cuenta que, el usuario que formaliza un contrato de futuros con la finalidad de realizar de cobertura, elegirá como activo subyacente del contrato un activo de características y naturaleza equivalentes al de la operación cubierta con el fin de que exista una correlación en la variación de sus respectivos precios de mercado. Así, los resultados derivados de la valoración de la operación cubierta y del contrato de cobertura deberán ser simétricos en cuanto a su importe, pero de signo contrario. De esta forma el resultado a reconocer por la operación cubierta y el resultado de la operación de futuros se compensarán entre sí obteniendo un efecto neutro en la cuenta de resultados. Dadas estas circunstancias la operación de futuros será calificada como de cobertura.

A los efectos de registrar al cierre del ejercicio los resultados derivados de estas operaciones se están aplicando, o proponiendo, básicamente los siguientes criterios:

- 1º Ajustar el valor al cual se encuentra registrada la operación cubierta, en el importe del resultado, positivo o negativo, devengado por la operación de futuros. El valor así ajustado del elemento cubierto se comparará con su valor de mercado a efectos de aplicación de las normas contenidas en el P.G.C.⁹³.

⁹³ Este criterio es el propuesto con carácter general en el Borrador del ICAC. Ver apartado 4.3.1.2.

- 2º Ajustar el valor al cual se encuentra registrada la operación cubierta en el importe de los resultados obtenidos por la operación de futuros con el límite de que el importe positivo o negativo ajustado, correspondiente al resultado obtenido por la operación de futuros, no excederá del importe negativo o positivo reconocido por la operación cubierta ⁹⁴.
- 3º El beneficio o quebranto resultante de la operación de futuros se llevará (salvo en el caso de operaciones con divisas) a Pérdidas y Ganancias de manera simétrica a los ingresos y costes del elemento cubierto o de los incrementos o reducción del valor de los mismos ⁹⁵.
- 4º En el caso de que la operación de futuros tenga por finalidad cubrir riesgos de pérdidas derivados de una transacción pendiente de realizar, los resultados devengados al cierre por la operación de futuros serán recogidos en cuentas de balance hasta que dicha transacción cubierta sea realizada. En ese momento, los resultados acumulados será registradas aplicando el criterio de ajuste, según propone el ICAC ⁹⁶.

La finalidad perseguida por la aplicación de cualquiera de estos tres criterios, a las operaciones calificadas como de cobertura, es la misma: conseguir que el efecto en cuenta de resultados como consecuencia del reconocimiento de los resultados derivados de la operación cubierta y de la operación de futuros, sea neutro.

⁹⁴ Este es el criterio aprobado por la FASB: Ver Borrador FASB de Junio de 1996 sumario.

⁹⁵ Circular 4/91 del Banco de España norma 5ª apartado 10.

⁹⁶ Ver Borrador ICAC apartado 4.5.4.1 y 4.5.4.2 o bien de acuerdo con el criterio de simetría propuesto por la FASB (Ver Borrador FASB Mayo de 1997).

Ahora bien, convendrá analizar cual es el efecto en la presentación de los estados financieros que pueden derivarse de la aplicación de dichos criterios.^{96 b)}

4.3.1. Efectos derivados de la aplicación del criterio de ajuste del valor de la operación cubierta.

La estrategia de una operación de cobertura está basada en el hecho de que la pérdida esperada por la operación a cubrir sea igual al beneficio esperado por el contrato de futuros.

Así pues, cuando se trate de cubrir los riesgos de un elemento u operación de activo y siendo:

N (Pa - Pm) = pérdida esperada por la operación cubierta

N' (Pc - P'm) = beneficio esperado por la operación de futuros

Donde:

N = Nominal de la operación cubierta

Pa = Precio de adquisición correspondiente a la operación cubierta

Pm = Precio de mercado, al cierre del ejercicio, de la operación cubierta

N' = Nominal del contrato de futuros

Pc = Precio fijado en el contrato para el activo subyacente del contrato

P'm = Precio de mercado al cierre del ejercicio del activo subyacente del contrato

^{96 b)}

Sobre la defensa de utilizar un tratamiento contable unificado para todos los contratos de futuros o bien de utilizar un tratamiento discriminado para contratos especulativos o de cobertura de riesgos puede consultarse "Análisis contable de los contratos de futuros" J.L. Cea García pág. 30 y sig.

tendremos que el resultado global de la operación de cobertura, vendrá determinado por la diferencia entre la pérdida esperada por el elemento cubierto **N (Pa - Pm)** y el beneficio esperado por la operación de futuros **N' (Pc - P'm)**. Esto es por:

$$N (Pa - Pm) - N' (Pc - P'm) = R \quad (1)$$

Donde, para **R = 0** la cobertura será perfecta.

Ahora bien, transponiendo términos en (1) dicha igualdad la podemos expresar también de la siguiente forma:

$$[N Pa - N' (Pc - P'm)] - N Pm = R \quad (2)$$

Esto es, que el resultado neto registrable es igual a la diferencia: entre el valor al cual se encuentra registrado la operación cubierta (**N Pa**), ajustado en el importe del resultado derivado de la operación de futuros **N' (Pc - P'm)**, y el valor vigente en el mercado de la operación cubierta (**N PM**).

Cuando la cobertura esté destinada a cubrir los riesgos derivados de un elemento u operación de pasivo sustituiremos en las fórmulas anteriores el parámetro **Pa** que expresa el precio de adquisición de un activo por **Pr** o precio de registro de la operación de pasivo cubierta. Así tendremos que, para:

$$(N Pm - N Pr) - (N' P'm - N' Pc) = R = 0$$

la cobertura sería perfecta.

Igualmente dicha igualdad puede ser expresada por:

$$[N \text{ Pr} + (N' \text{ P'm} - N' \text{ Pc})] - N \text{ Pm} = R$$

lo que significa que el resultado neto registrable, cuando el elemento u operación cubierta se corresponde con un pasivo, es igual a la diferencia entre: el valor al cual dicho elemento se encuentra registrado (**N Pr**) ajustado en el importe del resultado derivado de la operación de futuros (**N' Pc - N' P'm**) y su valor vigente en el mercado.

En definitiva, todo ello quiere decir que: el criterio de ajuste del valor del elemento u operación cubierta, en el importe del resultado devengado al cierre por la operación de futuros, persigue básicamente reconocer en la cuenta de resultados, a través de un mayor o menor importe de las provisiones, el mismo resultado que el que resultaría de imputar la pérdida a reconocer por el elemento u operación cubierta así como el del beneficio devengado por la operación de futuros. Esto supone admitir que, a efectos de valoración al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta, su coste de adquisición será sustituido por el valor que le corresponde una vez ajustado.

Esto es lo que se desprende del Borrador del ICAC cuando dice "las correcciones valorativas de los activos cubiertos son operaciones de futuros se realizarán aplicando lo establecido en el P.G.C. y teniendo en cuenta en su caso los gastos de transacción y *las diferencias continuas de cotización de las operaciones de futuros cuyo importe no imputado a resultados forma parte del activo cubierto* a efectos de su comparación con el precio de mercado de contado al cierre del ejercicio" ⁹⁷.

⁹⁷ Ver Borrador del ICAC apartado 4.3.1.2.

Lo cual nos viene a decir que será indiferente:

a) Registrar separadamente en la cuenta de resultados la pérdida reconocida por la operación cubierta así como el beneficio derivado de la operación de futuros o bien,

b) Registrar en la cuenta de resultados el importe resultante de comparar: el valor del elemento u operación cubierta, una vez ajustado en el importe del beneficio devengado por la operación de futuros, con el valor vigente en el mercado de dicho elemento u operación cubierta.

La aplicación de la fórmula anterior (2) supone que, en el caso de que:

$$N P_m = N' P'_m$$

Esto es, cuando el valor de mercado de la operación cubierta sea igual al valor de mercado del activo subyacente objeto del contrato, tendremos que: cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un activo, el resultado neto de la operación vendrá determinado por:

$$N P_a - N' P_c = R$$

o bien en el caso de que la operación cubierta se corresponda con un pasivo el resultado será:

$$N' P_c - N P_r = R$$

Es decir, en ambos casos, será el resultado de valorar la operación cubierta al valor $N' P_c$ o lo que es lo mismo, al valor total que le fue prefijado al subyacente en el contrato.

Ahora bien, es evidente que si: $N P_m$ es igual a $N' P'_m$ lo será porque:

$$N = N' \text{ y } P_m = P'_m$$

lo cual significará que: el activo subyacente comprometido en el contrato de futuros es coincidente con el elemento u operación cubierta o, al menos, son equivalentes.

Siendo así la operación de futuros podrá ser considerada como una operación de entrega aplazada, cuando el elemento cubierto se corresponda con un activo, o de compra aplazada de un activo destinado a cancelar una obligación de pasivo. Siempre y cuando no existan dudas de que el activo o pasivo cubierto será realizado en la misma fecha del vencimiento de contrato de futuros. En este caso, el valor $N' P_c$, al cual resulta valorado el activo o pasivo cubierto podría ser correcto, a efectos de aplicación de las normas de valoración, considerando que dicho valor se corresponde con un valor más efectivo de realización que el de su propio valor vigente en el mercado.

En el caso de que; el valor $(N P_a)$ o $(N P_r)$ al cual se encuentra registrada la operación cubierta, sea igual al valor $(N' P_c)$ fijado en el contrato para el activo subyacente, el resultado neto de la operación será igual a 0 con lo cual nos encontraríamos con una cobertura perfecta.

Por el contrario para $N P_a$ o $N P_r$ distinto de $N P_c$ resultará que se producirá una diferencia. En el caso de que dicha diferencia determine, al cierre del ejercicio una pérdida,

ésta deberá ser reconocida. En el caso de que la diferencia determine un beneficio dicho importe deberá ser registrado en cuentas de balance hasta el momento de su materialización.

En resumen: en el caso de que, al cierre del ejercicio, el valor de mercado utilizado a efectos de determinar el resultado de la operación de futuros sea igual al valor de mercado, vigente a dicha fecha, del elemento u operación cubierta, resultará que, el resultado global reconocido por la operación será el que resulta de valorar el elemento u operación cubierta al valor total inicial que le fue fijado en el contrato al activo subyacente. Siendo así, y cuando dicho valor total inicial sea igual al valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta, el resultado reconocido será igual a cero, produciéndose una cobertura perfecta.

Nota.- El efecto derivado de la aplicación del criterio de ajuste del valor del elemento u operación cubierta puede ser analizado, tanto en el caso de una operación de activo como de pasivo.

Como quiera que el desarrollo del razonamiento sería el mismo en ambos casos, nos limitaremos a efectuar el análisis detallado en el caso en el cual la operación de cobertura está asociada a un elemento u operación de activo.

No obstante, en el resumen final, correspondiente a cada supuesto analizado, nos referiremos el efecto producido como consecuencia de la aplicación del criterio de ajuste, tanto en lo que se refiere a operaciones cubiertas de activo como de pasivo.

Ahora bien, y como ya hemos dicho, la estrategia de una operación a futuros, cuya finalidad es la cobertura de riesgos, está basada en el hecho de que globalmente la pérdida esperada por la operación cubierta se compense con el beneficio esperado en la operación de futuros. Esto es que se cumpla que:

$$N \text{ Pa} - N \text{ Pm} = N' \text{ Pc} - N' \text{ P'm}$$

Teniendo en cuenta que generalmente, y especialmente en el caso de contratos formalizados en mercados organizados, el activo subyacente comprometido en la operación y el elemento u operación cubierta cotizan en mercados distintos, (**operaciones con derivados**) resulta que, para que se cumpla dicha igualdad no será absolutamente necesario que haya identidad entre el valor nominal (**N'**) correspondiente al contrato de futuros y el valor nominal (**N**) correspondiente al elemento u operación cubierta. Lo esencial será que, el importe de la pérdida esperada por el elemento u operación cubierta, se vea compensado con el beneficio esperado por la operación de futuros.

Por tanto, el análisis sobre el efecto en los estados financieros derivados de la aplicación del criterio de ajuste del valor de las operaciones cubiertas, debemos plantearlo desde la hipótesis más compleja, es decir, considerando que:

$$N \text{ Pm} \neq N' \text{ P'm}$$

Esto es, que el valor de mercado (**N Pm**) al cual debe ser valorado al cierre la operación o elemento cubierto, es distinto del importe (**N' P'm**) al cual es valorado, a la misma fecha, el activo subyacente comprometido en el contrato de futuros.

Es decir, debemos contemplar la posibilidad de que el nominal del contrato de futuros puede ser distinto al nominal de la operación o elemento cubierto, así como, que el precio de mercado al cual es valorado el subyacente del contrato, podrá ser diferente del precio de mercado al cual debe ser valorado el elemento u operación cubierta.

Esta hipótesis será válida en cualquiera de aquellos casos que originan una operación de cobertura. Esto es:

a) Cuando se trata de cubrir la pérdida de un activo expuesto al riesgo de una caída en su precio de realización.

b) Cuando se trata de cubrir la pérdida derivada de una reducción en un flujo de caja esperado como consecuencia de: una caída en el precio de venta, o aumento de su coste de una mercancía determinada o bien, debido a una variación desfavorable en los tipos al cual se encuentra referenciada una operación financiera de activo o pasivo.

c) Cuando se trata de cubrir pérdidas derivadas de las fluctuaciones en los tipos de cambios al cual se encuentran registrados activos o pasivos en moneda extranjera.

En cualquiera de estos casos, y respecto al elemento u operación cubierta siempre tendremos un valor de registro o valor esperado de realización (**N Pa**) y un valor de mercado (**N Pm**).

En cuanto al contrato de futuros, el activo subyacente objeto del contrato podrá ser: una mercancía, un activo financiero real o nocional, o también, un contrato sobre tipos de

interés. En cualquier caso siempre existirá un valor o rendimiento prefijado del activo subyacente (**N' Pc**) y un precio de mercado (**P'm**) al cual éste podrá ser valorado.

Para efectuar el análisis partiremos de la fórmula anterior (2)

$$[N Pa - P'(Pc - P'm)] - N Pm = R$$

que puede ser expresada también por:

$$[N Pa - (N' Pc - N' P'm)] - N Pm = R$$

Donde podemos separar:

$$N Pa - (N' Pc - N' P'm) = V \quad (3)$$

y

$$N Pm$$

Donde (**V**) será el valor al cual, al cierre del ejercicio, será reportado el elemento u operación cubierta, una vez efectuado el ajuste y, (**N Pm**) el valor de mercado vigente, a dicha fecha, correspondiente a dicho elemento u operación cubierta.

Por tanto, el resultado neto final registrado en resultados vendrá determinado por:

$$V - N Pm = R$$

Es decir, por la diferencia entre el valor ajustado del elemento u operación cubierta (**V**) y su valor (**N P_m**) vigente en el mercado a la fecha de cierre del ejercicio.

Ahora, iremos viendo cuales serán los distintos valores que podrán tomar (**V**) o valor al cual se reportará la operación cubierta y, cual será el resultado global (**R**) reconocido por la operación, según los valores de mercado (**N P_m** y **N' P'_m**) que, a la fecha de cierre tengan, respectivamente, el elemento u operación cubierta y el activo subyacente.

Para analizar dicho efecto consideraremos los dos escenarios posibles:

1. Cuando al cierre del ejercicio se produce la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento u operación cubierta y el contrato de futuros devenga un beneficio (Escenario A).

2. Cuando al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada en el elemento u operación cubierta y por el contrario se produce una pérdida en el contrato de futuros (Escenario B).

4.3.1.1 Cuando al cierre del ejercicio se produce la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento u operación cubierta y el contrato de futuros devenga beneficio (Escenario A)

Será el caso en el cual se cumplen las expectativas que motivaron la formalización de un contrato de futuros de cobertura.

Es decir, será cuando la evolución de los precios de mercado del elemento u operación cubierta, así como del activo subyacente comprometido en el contrato, determinen la necesidad de registrar, al cierre del ejercicio, una pérdida por dicho elemento u operación cubierta y que, por su parte, el contrato de futuros devengue un beneficio.

En este escenario (A) analizaremos dos supuestos:

1° En el supuesto que:

$$N' P_c - N' P'_m = N P_a - N P_m$$

Esto es: que el resultado positivo ($N' P_c - N' P'_m$), devengado al cierre por la operación de futuros, sea igual a la pérdida ($N P_a - N P_m$) reconocida a dicha fecha por el elemento u operación cubierta. Sustituyendo los valores en (3), tendremos que el elemento u operación cubierta será reportado a:

$$V = N P_a - (N P_a - N P_m) = N P_m$$

es decir, cuando el importe de la pérdida a registrar al cierre por el elemento u operación cubierta sea igual al importe del beneficio devengado a dicha fecha por la operación de futuros resultará que el elemento u operación cubierta figurará reportado en los estados financieros a su valor de mercado ($N P_m$).

La pérdida reconocida en este caso, al cierre del ejercicio, vendrá determinada por:

$$R = V - N P_m$$

Donde, siendo:

$$V = N P_m$$

tendremos que

$$R = N P_m - N P_m = 0$$

Si aplicáramos el mismo razonamiento partiendo de la fórmula inicial correspondiente a la cobertura de un elemento u operación de pasivo comprobaremos que el resultado final es el mismo.

En resumen: cuando el importe de la pérdida a registrar por el elemento u operación cubierta es igual al beneficio devengado por la operación de futuros, la aplicación del criterio de ajuste del elemento cubierto supone que dicho activo se reportará en los estados financieros, al cierre del ejercicio, a su valor de mercado.

En este caso, el resultado global reconocido por la operación será igual a cero, produciéndose una cobertura perfecta.

*Ejemplos numéricos:*Ejemplo 1

1º Supuesto que: **el importe de la pérdida** a registrar por el elemento u operación cubierta **es idéntico al importe del beneficio** devengado por la operación de futuros y siendo **el coste de adquisición** al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta **igual al valor inicial** al cual se formaliza el contrato de futuros.

N Pa = coste de adquisición o valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta

N Pc = valor inicial por el cual se formaliza el contrato de futuros

N Pm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta

N' P'm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del contrato de futuros

Para:

N Pa = 1.000 u.m.

N' Pc = 1.000 u.m.

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

N' P'm = 900 u.m.

$$N P_m = 900 \text{ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$P' P_c - N' P'_m = 1.000 - 900 = 100$$

por tanto el ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 100 u.m.

con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N P_a - 100 = 1.000 - 100 = 900 \text{ u.m.}$$

que como vemos es coincidente con su valor de mercado.

El resultado reconocido en este caso vendrá determinado por la diferencia

$$R = V - N P_m = 900 - 900 = 0$$

Es decir, el resultado será cero ya que se produce una cobertura perfecta.

2º Supuesto que: el **importe de la pérdida** a registrar por el elemento u operación cubierta **es idéntico al importe del beneficio** devengado por la operación de futuros **pero**, **el coste de adquisición** al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta, **es distinto al valor inicial** al cual se formaliza el contrato de futuros.

Para:

$$N Pa = 1.000 \text{ u.m.}$$

$$N' Pc = 900 \text{ u.m.}$$

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

$$N' P'm = 800 \text{ u.m.}$$

$$N Pm = 900 \text{ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$N' Pc - N' P'm = 900 - 800 = 100$$

por tanto el ajuste a realizar el valor del elemento u operación cubierta será de 100 u.m.

con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N Pa - 100 = 1.000 - 100 = 900 \text{ u.m.}$$

como vemos también en este caso dicho valor es coincidente con su valor de mercado.

El resultado reconocido en este caso vendrá determinado por la diferencia:

$$R = V - N Pm = 900 - 900 = 0$$

El resultado será cero ya que también se produce una cobertura perfecta.

2º En el supuesto que:

$$N' P_c - N' P'_m \neq N P_a - N P_m$$

Es decir cuando el resultado positivo ($N' P_c - N' P'_m$), devengado al cierre por la operación de futuros, corresponda a un importe distinto de la pérdida ($N P_a - N P_m$) reconocida al cierre por el elemento u operación cubierta, tendremos, que el elemento u operación cubierta será reportado al valor representado en (3). Es decir:

$$V = N P_a - (N' P_c - N' P'_m)$$

Si eliminamos paréntesis en dicha igualdad tendremos que:

$$V = N P_a - N' P_c + N' P'_m \quad (4)$$

Ahora bien, en este supuesto pueden suceder dos cosas:

A) Que $N P_a = N' P_c$. Esto es, que el valor ($N P_a$) al cual se encuentra *registrado* el elemento u operación cubierta sea igual valor ($N' P_c$) correspondiente al valor fijado en el contrato al activo subyacente.

Si sustituimos en (4) el valor de $N' P_c$ por el $N P_a$, tendremos que el valor (V) al cual es *reportado* el elemento u operación cubierto será:

$$V = N' P'_m$$

Es decir será reportado por un importe igual al valor del contrato de futuros (N') valorado al precio de mercado ($P'm$) del activo subyacente comprometido en dicho contrato.

En este caso, la pérdida reconocida será:

$$R = V - N P_m = N' P'm - N P_m$$

Es decir, será el resultado de comparar el valor de mercado del subyacente ($N' P'm$) con el valor de mercado ($N P_m$) correspondiente al elemento u operación cubierta.

Ahora bien, si tenemos en cuenta que ($P'm$) o precios vigente en el mercado al cierre del activo subyacente, será igual al precio inicial (P_c) que le fue prefijado a dicho activo a la formalización del contrato, menos la variación de su precio de mercado (∇P_c) (variación que será negativa ya que estamos suponiendo que el contrato de futuros devenga al cierre un beneficio). Esto es, si:

$$P'm = P_c - \nabla P_c$$

y que igualmente (P_m), o precio vigente en el mercado al cierre correspondiente al elemento u operación cubierta, será igual a su precio de adquisición (P_a) menos la variación de su precio de mercado (∇P_a). Esto es si:

$$P_m = P_a - \nabla P_a$$

tendremos sustituyendo estos valores de **(P'm)** y **(Pm)** en la igualdad:

$$R = N' P'm - N Pm$$

que el resultado **(R)** global reconocido será igual a:

$$R = N' (Pc - \nabla Pc) - N (Pa - \nabla Pa)$$

Como por otra parte hemos supuesto que el valor **(N Pa)** al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta es igual al valor total inicial del contrato **(N Pc)**.

Esto es:

$$N Pa = N Pc$$

resultará finalmente que, el resultado global reconocido será:

$$R = N \nabla Pa - N' \nabla Pc$$

Es decir, el resultado reconocido vendrá determinado: por la diferencia entre la pérdida **(N \nabla Pa)** producida al cierre del ejercicio en el elemento u operación cubierta y el beneficio **(N \nabla Pc)** devengado a dicha fecha por la operación de futuros. Resultado que, por otra parte, responde a la estrategia que motiva la formalización de la operación de cobertura y que es compensar la pérdida registrada por el elemento u operación cubierta con el beneficio devengado por la operación de futuros.

Por otra parte, si al valor al cual figura reportado el elemento u operación cubierta ($N' P'm$) le restamos el importe de la pérdida reconocida ($N' P'm - N P_m$). Esto es:

$$V - R = N' P'm - (N' P'm - N P_m) = N P_m$$

significa que el elemento u operación cubierta *figurará valorado en los estados financieros a su valor de mercado.*

Evidentemente también podrá suceder que:

$$N \nabla P_c > N \nabla P_a$$

Es decir, que el importe del beneficio devengado por la operación de futuros sea superior al importe de la pérdida a reconocer por el elemento u operación cubierta.

Para que esto suceda, (teniendo en cuenta que hemos supuesto que ($N P_a$), o valor al cual se encuentra registrado el cubierto, es igual al nominal del contrato de futuros ($N P_c$) debe cumplirse necesariamente que, al cierre del ejercicio, el valor vigente en el mercado del elemento u operación cubierta ($N P_m$) es superior al valor vigente en el mercado del contrato de futuros ($N' P'm$). Esto es:

$$N P_m > N' P'm$$

Esto supondría que el elemento u operación cubierta figuraría reportado no sólo a un valor inferior a su coste de adquisición sino también a un valor inferior a su valor vigente en el mercado. Lo cual no parece lógico.

Luego atendiendo a las normas de valoración que nos permiten valorar el elemento cubierto a su coste de adquisición o valor de mercado, si este fuera inferior a aquél, como sería el caso, (ya que partimos en el supuesto de una hipótesis de pérdida para el elemento u operación cubierto lo cual supone que al cierre del ejercicio el coste de adquisición al cual se encuentra registrado es superior al valor de mercado) sería posible reconocer como beneficio la diferencia existente entre el valor vigente en el mercado del elemento cubierto y el valor vigente en el mercado del contrato de futuros. Es decir, el resultado reconocido en este caso sería:

$$N \nabla P_c - N \nabla P_a$$

o lo que es lo mismo la diferencia entre el beneficio devengado por el contrato de futuros ($N \nabla P_c$) y la pérdida ($N \nabla P_a$) producida en el elemento u operación cubierto.

Siendo así, el elemento u operación cubierto figuraría valorado en los estados financieros al cierre del ejercicio a:

$$N' P'_m + (N' \nabla P_c - N \nabla P_a)$$

Esto es, por la suma de: el valor de mercado del contrato de futuros ($N' P'_m$) al cual figura reportado y el resultado positivo ($N' \nabla P_c - N \nabla P_a$) reconocido.

Sustituyendo el valor de $N' P'_m$ por $N' P_c - N' \nabla P_c$ tendremos:

$$N' P_c - N' \nabla P_c + N' \nabla P_c - N \nabla P_a$$

Partiendo de que $N' P_c = N P_a$ resultará finalmente que el valor al cual figuraría valorado en los estados financieros el elemento u operación cubierta, al cierre del ejercicio sería:

$$N P_a - N \nabla P_a = N P_m$$

Es decir, también en este caso, el elemento u operación cubierta *figuraría valorado a su valor vigente en el mercado.*

Ahora bien, para que esto sea así será necesario efectuar un nuevo ajuste al valor del elemento u operación cubierta, con abono a las cuentas de "Diferencias de cotización", por un importe de:

$$\text{Nuevo ajuste} = N \nabla P_c - N \nabla P_a$$

Es decir, por la diferencia entre el beneficio devengado por la operación de futuros ($N \nabla P_c$) y la pérdida de valor en el mercado ($N \nabla P_a$) del elemento u operación cubierta.

Esta operativa supondría: hacer un primer ajuste al activo cubierto por un importe (X) correspondiente al total de las diferencias de cotización devengadas por el contrato de futuros.

(X) Diferencias cotización

a Activo cubierto (X)

y posteriormente un nuevo ajuste por el importe **(Y)** correspondiente a la diferencia entre el importe del beneficio del contrato y la pérdida del activo cubierto.

(Y) Activo cubierto

a Diferencias de cotización (Y)

Lo que supone efectuar un ajuste neto al elemento u operación cubierta por un importe de **(x - y)**. Ahora bien:

Siendo **x = (N' Pc - N' P'm)** o importe total de la diferencia de cotización positiva devengada al cierre por la operación de futuros y,

Siendo **y = (N' ∇ Pc - N ∇ Pa)** o diferencia entre el resultado positivo devengado por la operación de futuros y el importe de la pérdida a reconocer al cierre por el elemento u operación cubierta.

Tendremos que:

$$x - y = (N' Pc - N' P'm) - (N' \nabla Pc - N \nabla Pa)$$

como quiera que:

$$N' P_c - N' P'_m = N' \nabla P_c$$

si sustituimos en la igualdad anterior dicho valor de $(N' P_c - N' P'_m)$ resultará finalmente que:

$$x - y = N' \nabla P_c - N' \nabla P_c + N \nabla P_a = N \nabla P_a$$

o lo que es lo mismo, el importe neto del ajuste a realizar será el que corresponda al importe de la pérdida $(N \nabla P_a)$ a reconocer por el elemento u operación cubierta.

Por tanto, con el fin de evitar este doble ajuste será preferible que:

cuando el importe del beneficio devengado por la operación de futuros sea superior al importe de la pérdida a reconocer por el elemento u operación cubierta, el importe del ajuste al valor de dicho elemento cubierto, por la diferencias de cotización positivas devengadas, no podrá exceder del importe que correspondería reconocer por la pérdida de valor en el mercado producida a dicha fecha en el elemento u operación cubierta.

De esta forma, el elemento u operación cubierta, figurará valorado en los estados financieros a su valor vigente en el mercado.

Si por el contrario, realizáramos el ajuste por el importe total de las diferencias de cotización positivas devengadas al cierre del ejercicio, el elemento u operación cubierta figuraría valorado a un valor inferior al de su valor vigente en el mercado a dicha fecha.

En cuanto al exceso de las diferencias de cotización no ajustadas al valor del elemento cubierto hemos de tener en cuenta que, aún cuando dicho importe pueda ser considerado como un beneficio realizado, y por tanto registrable en la cuenta de resultados, el hecho de que la operación de futuros sea calificada como de cobertura de riesgos, supone que los resultados positivos obtenidos por dichas operaciones deberán estar destinados a su finalidad. Esto es, a compensar el importe de las pérdidas producidas en el elemento inicialmente cubierto.

Por tanto, el excedente de las diferencias positivas no ajustadas deberá ser registrado como un "ingreso a distribuir" hasta el momento de la cancelación o liquidación de la operación de futuros ya que si dicho excedente fuera registrado en la cuenta de resultados dicho importe debería tener carácter especulativo.

Si realizamos el mismo razonamiento pero partiendo de la fórmula inicial correspondiente al caso de que el elemento u operación cubierta corresponda a un pasivo, comprobaremos que el resultado final sería el mismo.

En resumen: cuando el importe de la pérdida a registrar al cierre por el elemento u operación cubierta sea distinto del importe del beneficio devengado a dicha fecha por la operación de futuros y además el valor al cual se encuentra registrado el elemento cubierto sea coincidente con el valor inicial del contrato tendremos que:

a) En el caso de que el importe de la Pérdida a registrar por el elemento operación cubierta sea superior al beneficio devengado por el contrato de futuros la aplicación del criterio de ajuste del elemento u operación cubierta supone que dicho elemento figurará reportado en los estados financieros al valor de mercado del contrato de futuros.

En este caso, el resultado global reconocido por la operación al cierre del ejercicio será la pérdida determinada: por la diferencia resultante de comparar, el importe de la pérdida que debería reconocerse a dicha fecha por el elemento u operación cubierta, como consecuencia de la variación en su valor de mercado, y el importe correspondiente al beneficio devengado por la operación de futuros. Dicho resultado se corresponde con el importe necesario para que finalmente el elemento u operación cubierta resulte valorado, al cierre del ejercicio en los estados financieros a su valor vigente en el mercado.

b) En el caso de que el importe de la Pérdida a reconocer por elemento u operación cubierta sea inferior al beneficio devengado por la operación de futuros será necesario que el importe por el que será ajustado el elemento u operación cubierta, no excederá del importe que se debería reconocer, al cierre del ejercicio, por la pérdida en el valor de mercado correspondiente a dicho elemento u operación cubierta. De esta forma, el elemento u operación cubierta, figurará reportado en los estados financieros al cierre del ejercicio a su valor vigente en el mercado.

El resultado global reconocido por la operación, en este caso, al cierre del ejercicio, será igual a cero.

El importe excedente correspondiente a las diferencias positivas de cotización devengadas al cierre y no ajustado al valor del elemento u operación cubierta, se reconocerá en una cuenta de balance hasta que puedan ser ajustadas o, en su defecto, hasta el momento de la cancelación o liquidación de la operación de futuros.

Ejemplo 2

Siendo

N Pa = coste de adquisición o valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta

N Pc = valor inicial por el cual se formaliza el contrato de futuros

N Pm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta

N' P'm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del contrato de futuros

1º. Supuesto que: el *importe de la pérdida* a registrar por el elemento u operación cubierta es distinto e inferior al importe del beneficio devengado por la operación de futuros siendo, *el coste de adquisición* al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta, *igual al valor inicial al cual se formaliza el contrato de futuros*.

Para:

$$\mathbf{N\ Pa = 1.000\ u.m.}$$

$$\mathbf{N'\ Pc = 1.000\ u.m.}$$

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

$$\mathbf{N'\ P'm = 900\ u.m.}$$

$$\mathbf{N\ Pm = 960\ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$N' P_c - N' P'_m = 1.000 - 900 = 100$$

el importe de la pérdida correspondiente al elemento u operación cubierta será:

$$N P_a - N P_m = 1.000 - 950 = 50$$

Es decir, la pérdida por el elemento cubierto es inferior al beneficio devengado por el contrato de futuros.

El ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 100 u.m. con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N P_a - 100 = 1.000 - 100 = 900 \text{ u.m.}$$

En este caso el valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será el que corresponde al valor de mercado del contrato de futuros.

El resultado reconocido en este caso vendría determinado por la diferencia:

$$R = V - N P_m = 900 - 950 = - 50$$

pero dicho resultado no sería registrable de acuerdo al Borrador del ICAC ⁹⁸ que indica que la corrección valorativa se efectuará "una vez ajustado el valor del elemento cubierto y de acuerdo a las normas de valoración", es decir, cuando el valor de mercado sea inferior al valor al cual se encuentra registrado.

Sin embargo, no parece muy coherente con la norma de valoración que el elemento cubierto figure reportado a un valor de 900 u.m. inferior al de su valor vigente en el mercado de 950 u.m.

Luego para que dicho elemento figurara valorado a dicho valor de mercado sería necesario efectuar un nuevo ajuste por importe de 50. u.m.

Por tanto:

- Valor ajustado del elemento cubierto	900 u.m.
- Nuevo ajuste	50 u.m.
Valor final reportado	950 u.m.

Así pues, y para evitar el doble ajuste, el ajuste inicial que debería efectuarse al valor del elemento cubierto ser:

- Importe primer ajuste realizado	- 100 u.m.
- Importe segundo ajuste	+ 50 u.m.
Ajuste neto	- 50 u.m.

⁹⁸ Ver Borrador ICAC apartado 4.3.1.2 párrafo 2°.

Que corresponde al importe de la pérdida a reconocer por el elemento u operación cubierta. El excedente de 50 u.m. correspondiente a las diferencias de cotización positivas no ajustadas sería registrado en una cuenta de balance.

2°. Supuesto que: el *importe de la pérdida* a registrar por el elemento u operación cubierta es distinto y superior al importe del beneficio devengado por la operación de futuros siendo, *el coste de adquisición* al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta, *igual al valor inicial al cual se formalizó el contrato de futuros*.

Para:

$$N \text{ Pa} = 1.000 \text{ u.m.}$$

$$N' \text{ Pc} = 1.000 \text{ u.m.}$$

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

$$N' \text{ P'm} = 950 \text{ u.m.}$$

$$N \text{ Pm} = 900 \text{ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$N' \text{ Pc} - N' \text{ P'm} = 1.000 - 950 = 50$$

El importe de la pérdida por el elemento u operación cubierta será:

$$N Pa - N Pm = 1.000 - 900 = 100 \text{ u.m.}$$

Es decir, es superior al beneficio devengado por el contrato de futuros.

El ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 50 u.m. con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N Pa - 100 = 1.000 - 50 = 950 \text{ u.m.}$$

En este caso el valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será también el que corresponde al valor de mercado del contrato de futuros.

El resultado reconocido en este caso vendría determinado por la diferencia:

$$R = V - N Pm = 950 - 900 = 50$$

Es decir, *se reconocerá como pérdida*: el importe correspondiente a la diferencia entre el importe de la pérdida producida, al cierre del ejercicio, en el valor de mercado del elemento u operación cubierta y el importe del beneficio devengado, a la misma fecha, por el contrato de futuros.

Ahora bien, si tenemos en cuenta que el elemento u operación cubierta figura reportado, después del ajuste, a un valor de 950 u.m. y la pérdida reconocida en resultados es de 50 u.m., resultará que el elemento reportado figura finalmente valorado a 900 u.m. Es decir, a su valor vigente en el mercado.

B) Que $N Pa \neq N' Pc$, es decir que el valor ($N Pa$) al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta sea distinto del valor ($N' Pc$) fijado en el contrato para el activo subyacente comprometido en el contrato.

En este caso, el valor al cual será reportado el elemento u operación cubierta será el expresado en (4) es decir a:

$$V = N Pa - (N' Pc - N' P'm)$$

Con lo cual, el elemento u operación cubierta, será reportado a un valor (V) igual al coste de adquisición ($N Pa$) al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta, menos el importe del beneficio ($N' Pc - N' P'm$) devengado por el contrato de futuros.

En este caso, la pérdida a reconocer sería:

$$R = V - N Pm = N Pa - (N' Pc - N' P'm) - N Pm$$

Esto es, será el resultado de comparar el valor ($N Pa$) al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta, ajustado en el importe ($N' Pc - N' P'm$) correspondiente al resultado obtenido en la operación de futuros, con el valor de mercado ($N Pm$) vigente al cierre correspondiente al elemento u operación cubierta.

Ahora bien, siguiendo los mismos razonamientos que en el caso anterior, es decir, siendo:

$$P'm = P_c - \nabla P_c$$

y

$$P_m = P_a - \nabla P_a$$

tendremos, sustituyendo estos valores en:

$$R = N P_a - (N' P_c - N' P'm) - N P_m$$

tendremos que:

$$R = N P_a - N' P_c + N' P_c - N' \nabla P_c - N P_a + N \nabla P_a$$

donde efectuando las eliminaciones correspondientes resultará que el resultado global finalmente reconocido, dadas estas circunstancias, vendrá determinado por:

$$R = N \nabla P_a - N' \nabla P_c$$

Esto es, por la diferencia entre el importe de la pérdida ($N \nabla P_a$) producida en el elemento u operación cubierta y el beneficio ($N' \nabla P_c$) devengado por la operación de futuros.

Igualmente podrá suceder que, el importe del beneficio devengado por la operación de futuros sea superior al importe de la pérdida producida en el elemento u operación. Esto que:

$$N' \nabla P_c > N \nabla P_a$$

Si esto sucede, significará que, necesariamente, también se cumplirá que: el valor de mercado vigente al cierre del ejercicio del elemento u operación cubierta es superior al valor ajustado de dicho elemento. Esto es:

$$N P_m > (N P_a - (N' P_c - N' P'_m))$$

Siendo así, y de acuerdo con las normas de valoración que nos permiten valorar el elemento u operación cubierta a su coste de adquisición, o valor de mercado si este fuera inferior aquel, como es el caso, (ya que partimos en el supuesto de una hipótesis de pérdida para el elemento u operación cubierta lo cual supone que al cierre del ejercicio el coste de adquisición al cual se encuentra registrado es superior a su valor vigente en el mercado) sería posible reconocer como beneficio la diferencia existente entre, el valor de mercado vigente para el elemento cubierto ($N P_m$) y el valor al cual ha sido ajustado ($N P_a - (N' P'_c - N' P'_m)$). Por tanto, siendo así, el resultado a reconocer sería:

$$R = N P_m - [(N P_a - (N' P_c - N' P'_m))]$$

donde dado sus valores a:

$$N P_m = N P_a - N \nabla P_a$$

$$N' P'_m = N' P_c - N' \nabla P_c$$

tendremos que:

$$R = (N Pa - N \nabla Pa) - (N Pa - N' Pc + N' Pc - N' \nabla Pc)$$

donde efectuando eliminaciones resultaría finalmente que:

$$R = N' \nabla Pc - N \nabla Pa$$

Es decir, el resultado reconocido sería, la diferencia entre el resultado positivo devengado por la operación de futuros ($N' \nabla Pc$) y la pérdida ($N \nabla Pa$) producida en el elemento u operación cubierta.

Si sumamos el valor al cual figura reportado el elemento u operación cubierta. Esto es:

$$V = N Pa - (N' Pc - N' P'm)$$

y el beneficio a reconocer. Esto es:

$$R = N' \nabla Pc - N \nabla Pa$$

tendríamos:

$$V + R = N Pa - (N' Pc - N' P'm) - (N' \nabla Pc - N \nabla Pa)$$

donde efectuando las correspondientes eliminaciones resultaría que, el valor al cual figuraría valorado el elemento u operación cubierta sería:

$$N Pa - N \nabla Pa$$

Es decir, a su coste de adquisición (**N Pa**) al cual se encuentra registrado menos la variación de su valor en el mercado (**N ∇ Pa**). *En definitiva a su valor vigente en el mercado.*

Ahora bien, para que esto sea así será necesario efectuar un nuevo ajuste al valor del elemento u operación cubierta, con abono a las cuentas de "Diferencias de cotización", por un importe de:

$$\text{Nuevo ajuste} = N Pc - N Pa$$

Es decir, por la diferencia entre el beneficio devengado por la operación de futuros (**N Pc**) y la pérdida de valor en el mercado (**N Pa**) del elemento u operación cubierta.

Esta operación supondría: hacer un primer ajuste al activo cubierto por un importe (**X**) correspondiente al total de la diferencia de cotización devengadas por el contrato de futuros.

X Diferencias cotización

a Activo cubierto X

y posteriormente un nuevo ajuste por el importe (**Y**) correspondiente a la diferencia entre el importe del beneficio del contrato y la pérdida del activo cubierto.

Y Activo cubierto**a Diferencias de cotización Y**

Lo que supone efectuar un ajuste neto al elemento u operación cubierta por un importe de $(x - y)$. Ahora bien, siendo $x = (N' P_c - N' P'm)$ o importe total de la diferencia de cotización positiva devengada al cierre por la operación de futuros y, siendo $y = (N' \nabla P_c - N' \nabla P'a)$ o diferencia entre el resultado positivo devengado por la operación de futuros y el importe de la pérdida a reconocer al cierre por el elemento u operación cubierta.

Tendremos que:

$$x - y = (N' P_c - N' P'm) - (N' \nabla P_c - N \nabla P_a)$$

como quiera que:

$$N' P_c - N' P'm = N' \nabla P_c$$

si sustituimos en la igualdad anterior dicho valor de $(N' P_c - N' P'm)$ resultará finalmente que:

$$x - y = N' \nabla P_c - N' \nabla P_c + N \nabla P_a = N \nabla P_a$$

o lo que es lo mismo, el importe neto del ajuste a realizar será el que corresponde al importe de la pérdida $(N \nabla P_a)$ a reconocer por el elemento u operación cubierta.

Por tanto, con el fin de evitar este doble ajuste será preferible que:

cuando el importe del beneficio devengado por la operación de futuros sea superior al importe de la pérdida a reconocer por el elemento u operación cubierta, el importe del ajuste al valor de dicho elemento cubierto, por la diferencia de cotización positivas devengadas, no podrá exceder del importe que correspondería por la pérdida de valor en el mercado producida a dicha fecha en el elemento u operación cubierta.

De esta forma, el elemento u operación cubierta, figurará valorado en los estados financieros a su valor vigente en el mercado.

Si por el contrario, realizáramos el ajuste por el importe total de las diferencias de cotización positivas devengadas al cierre del ejercicio, el elemento u operación cubierta figuraría valorado a un valor inferior al de su valor vigente en el mercado a dicha fecha.

En cuanto al exceso de las diferencias de cotización no ajustadas al valor del elemento cubierto hemos de tener en cuenta que, aún cuando dicho importe pueda ser considerado como un beneficio realizado, y por tanto registrable en la cuenta de resultados, el hecho de que la operación de futuros sea calificada como de cobertura de riesgos, supone que los resultados positivos obtenidos por dichas operaciones deberán estar destinados a su finalidad. Esto es, a compensar el importe de las pérdidas producidas en el elemento inicialmente cubierto.

Por tanto, el excedente de las diferencias positivas no ajustadas deberá ser registrado como un "ingreso a distribuir" hasta el momento de la cancelación o liquidación de la operación de futuros ya que si dicho excedente fuera registrado en la cuenta de resultados dicho importe debería tener carácter especulativo.

Si efectuáramos el razonamiento partiendo de la misma fórmula inicia pero correspondiente a una operación de pasivo, comprobaremos que el resultado final sería el mismo.

En resumen: cuando el importe de la pérdida a registrar al cierre por el elemento u operación cubierta sea distinto del importe del beneficio devengado a dicha fecha por la operación de futuros siendo el valor al cual se encuentra registrado el elemento cubierto distinto valor inicial del contrato, tendremos que:

a) En el caso de que el importe de la Pérdida a registrar por el elemento operación cubierta sea superior al beneficio devengado por el contrato de futuros la aplicación del criterio de ajuste del elemento u operación cubierta supone que dicho elemento figurará reportado en los estados financieros:

** En el caso de un activo: a su coste de adquisición disminuido en el importe del beneficio devengado al cierre del ejercicio por el contrato de futuros.*

** En el caso de un pasivo: al valor inicial al que fue registrado aumentado en el importe del beneficio devengado al cierre del ejercicio por el contrato de futuros.*

En ambos casos, el resultado global reconocido por la operación al cierre del ejercicio será la pérdida determinada: por la diferencia resultante de comparar, el importe de la pérdida que debería reconocerse a dicha fecha por el elemento u operación cubierta, como consecuencia de la variación en su valor de mercado o de realización y el importe correspondiente al beneficio devengado por la operación de futuros. Dicho resultado se corresponde con el importe necesario para que finalmente el elemento u operación cubierta resulte valorado, al cierre del ejercicio en los estados financieros a su valor vigente en el mercado o valor exigible.

b) En el caso de que el importe de la Pérdida a reconocer por elemento u operación cubierta sea inferior al beneficio devengado por la operación de futuros será necesario que el importe por el que será ajustado el elemento u operación cubierta, no excederá del importe que se debería reconocer, al cierre del ejercicio, por la pérdida en el valor de mercado correspondiente a dicho elemento u operación cubierta. De esta forma, el elemento u operación cubierta, figurará reportado en los estados financieros al cierre del ejercicio a su valor vigente en el mercado.

El resultado global reconocido por la operación, en este caso, al cierre del ejercicio, será igual a cero.

El importe excedente correspondiente a las diferencias positivas de cotización devengadas al cierre y no ajustado al valor del elemento u operación cubierta, se reconocerá en una cuenta de balance hasta que puedan ser ajustadas o, en su defecto, hasta el momento de la cancelación o liquidación de la operación de futuros.

Ejemplo 3

- N Pa** = coste de adquisición o valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta
- N Pc** = valor inicial por el cual se formaliza el contrato de futuros
- N Pm** = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta
- N' P'm** = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del contrato de futuros

1°. Supuesto que: el *importe de la pérdida a registrar por el elemento u operación cubierta es distinto e inferior al importe del beneficio devengado por la operación de futuros pero, el coste de adquisición al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta, es distinto al valor inicial al cual se formalizó el contrato de futuros.*

Para:

$$\mathbf{N\ Pa = 1.000\ u.m.}$$

$$\mathbf{N'\ Pc = 900\ u.m.}$$

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

$$\mathbf{N'\ P'm = 800\ u.m.}$$

$$\mathbf{N\ Pm = 950\ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$N' P_c - N' P'_m = 900 - 800 = 100$$

El importe de la pérdida por el elemento u operación cubierta será:

$$N P_a - N P_m = 1.000 - 950 = 50 \text{ u.m.}$$

Es decir, es inferior al beneficio devengado por el contrato de futuros.

El ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 100 u.m. con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N P_a - 100 = 1.000 - 100 = 900 \text{ u.m.}$$

En este caso el valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será distinto a su coste de adquisición e inferior a su valor vigente en el mercado.

El resultado reconocido en este caso vendría determinado por la diferencia:

$$R = V - N P_m = 900 - 950 = - 50$$

pero dicho resultado no sería registrable de acuerdo al Borrador del ICAC⁹⁹ que indica que la corrección valorativa se efectuará "una vez ajustado el valor del elemento cubierto

⁹⁹ Ver Borrador ICAC apartado 4.3.1.2 párrafo 2º.

y de acuerdo a las normas de valoración", es decir, cuando el valor de mercado sea inferior al valor al cual se encuentra registrado.

Sin embargo no parece muy coherente con las normas de valoración que el elemento cubierto figure reportado a un valor de 900 u.m. inferior al de su valor vigente en el mercado de 950 u.m.

Luego para que dicho elemento figurará valorado a dicho valor de mercado sería necesario efectuar un nuevo ajuste por importe de 50 u.m.

Por tanto:

- Valor ajustado del elemento cubierto	900 u.m.
- Nuevo ajuste	50 u.m.
Valor final reportado	950 u.m.

que será coincidente con su valor de mercado.

Así pues, y para evitar el doble ajuste, el ajuste inicial que debería efectuarse al valor del elemento cubierto debería ser:

- Importe primer ajuste realizado	- 100 u.m.
- Importe segundo ajuste	+ 50 u.m.
Ajuste neto	- 50 u.m.

Que corresponde al importe de la pérdida a reconocer por el elemento u operación cubierta. El excedente de 50 u.m. correspondiente a las diferencias de cotización positivas no ajustadas serían registrado en una cuenta de balance.

2°. Supuesto que: el *importe de la pérdida* a registrar por el elemento u operación cubierta es distinto y superior al *importe del beneficio* devengado por la operación de futuros *pero, el coste de adquisición* al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta, *es distinto al valor inicial al cual se formalizó el contrato de futuros*.

Para:

$$N Pa = 1.000 \text{ u.m.}$$

$$N' Pc = 900 \text{ u.m.}$$

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

$$N' P'm = 850 \text{ u.m.}$$

$$N Pm = 900 \text{ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$N' Pc - N' P'm = 900 - 850 = 50$$

El importe de la pérdida por el elemento u operación cubierta será:

$$N P_a - N P_m = 1.000 - 900 = 100 \text{ u.m.}$$

Es decir, es superior al beneficio devengado por el contrato de futuros.

El ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 100 u.m. con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N P_a - 50 = 1.000 - 50 = 950 \text{ u.m.}$$

En este caso el valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será distinto a su coste de adquisición y superior a su valor vigente en el mercado.

El resultado reconocido en este caso vendría determinado por la diferencia:

$$R = V - N P_m = 950 - 900 = 50$$

Es decir, en este caso se reconocerá *una pérdida que vendrá determinada por la diferencia entre el importe de la pérdida, al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta y el importe del beneficio devengado por el contrato de futuros.*

Ahora bien, si tenemos en cuenta que el elemento u operación cubierta figura reportado, después del ajuste, a un valor de 950 u.m. y la pérdida reconocida en resultados es de 50 u.m., resultará que el elemento reportado figura finalmente valorado a 900 u.m. Es decir, a su valor vigente en el mercado.

De todo ello se desprende que, en el caso del escenario A, es decir, cuando la evolución de los precios de mercado del elemento u operación cubierta y del activo subyacente comprometido en el contrato de futuros, determinen, al cierre del ejercicio, la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento u operación cubierta y el contrato de futuros devengue un beneficio, la aplicación del criterio de ajuste del elemento u operación cubierta supone que dicho elemento u operación cubierta *podrá figurar reportado en los estados financieros a cualquiera de los siguientes valores:*

a) Por un valor (**N' P'm**) correspondiente al nominal inicial (**N'**) del contrato de futuros valorado al precio vigente en el mercado (**P'm**) del activo subyacente comprometido en dicho contrato. Es decir, *al valor de mercado de la operación de cobertura.*

Esto sucederá cuando se cumplan las dos siguientes circunstancias:

1ª.- Que el valor (**N Pa**) al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta sea coincidente con el valor (**N' Pc**) al cual se formalizó el contrato de futuros.

2ª.- Cuando el importe de la pérdida a reconocer al cierre del ejercicio por el elemento u operación cubierta, sea superior al importe del beneficio devengado por la operación de futuros a dicha fecha.

b) Por un valor igual: al resultado de disminuir, en el caso de un elemento u operación de activo, o aumentar en el caso de un elemento u operación de pasivo, el valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta, en el importe del resultado

devengado por la operación de futuros. Es decir, *por un importe distinto al valor inicial al cual se registró así como al correspondiente a su valor de mercado.*

Así, en el caso de que el elemento u operación cubierta corresponda a un *activo* el valor reportado en los estados financieros será:

- Inferior a su coste de adquisición y superior a su valor vigente en el mercado.

Lo cual nos llevaría a colisionar con el principio del precio de adquisición y con las normas de valoración¹⁰⁰. No obstante, y respecto a la colisión con el principio del precio de adquisición, hay que tener en cuenta que dicho principio podrá no ser respetado cuando se autoricen por disposición legal (?) rectificaciones al mismo ¹⁰¹.

Si el elemento u operación cubierta corresponde a un *pasivo* el valor reportado será:

- Superior al valor inicial al cual fue registrado dicho pasivo e inferior a su valor vigente en el mercado.

Esto sucederá cuando se cumplan las dos siguientes circunstancias:

1ª. Que el valor (**N Pa**) al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta sea distinto del valor (**N' Pc**) al cual se formalizó el contrato de futuros.

¹⁰⁰ Igualmente colisiona con IV Directiva que dice: la valoración de las partidas que figuran en las cuentas anuales se hará según las disposiciones de los arts. 34 al 42 basadas en el principio del precio de adquisición. IV Directiva art. 32.

¹⁰¹ El principio del precio de adquisición deberá respetarse siempre salvo cuando se autoricen por disposición legal rectificaciones al mismo; en este caso deberá facilitarse cumplida información en la memoria. Principio del precio de adquisición (P.G.C.).

2ª. Cuando el importe de la pérdida a reconocer al cierre del ejercicio por el elemento u operación cubierta, sea superior al importe del beneficio devengado por la operación de futuros a dicha fecha.

Tanto en el caso a) como en el b) *el importe del resultado global que sería reconocido al cierre del ejercicio en la cuenta de resultados será; el importe de la pérdida correspondiente a la corrección valorativa que proceda realizar por el elemento u operación cubierta, disminuido en el importe del beneficio devengado, a dicha fecha, por la operación de futuros.*

c) *El valor de mercado, vigente al cierre, del elemento u operación cubierta, lo cual sucederá: cuando a la fecha de cierre se cumpla que: que el importe de la pérdida que, de acuerdo con las normas de valoración, se deba reconocer por elemento u operación cubierta, y el importe del beneficio devengado por la operación de futuros sean idénticos.*

También podrá figurar reportado el elemento u operación cubierta a su valor vigente en el mercado en el caso particular en el cual; siendo al cierre del ejercicio, el importe del beneficio devengado por la operación de futuros superior al importe de la pérdida que, a la misma fecha, deberíamos reconocer por el elemento u operación cubierta se efectúe el ajuste de dicho elemento por un importe inferior al del beneficio devengado por la operación de futuros pero igual al de la pérdida producida en el elemento u operación cubierta.

En ambos casos, el importe del resultado global a reconocer será igual a cero, teniendo por tanto la operación un efecto neutro en la cuenta de resultados.

Todo ello nos viene a indicar que:

Para que, al cierre del ejercicio, resulte correcta la aplicación del criterio de ajustar el valor del elemento u operación cubierta en el importe del resultado positivo devengado por la operación de futuros, en el sentido de que el elemento u operación cubierta figure reportado en los estados financieros a su valor de mercado y el efecto en cuenta de resultados sea neutro, es condición necesaria: que exista identidad entre el importe de la pérdida reconocida por el elemento u operación cubierta y el importe del beneficio devengado por el contrato de futuros.

Esto supone que no es condición suficiente la que exige el Borrador del ICAC para calificar una operación de cobertura cuando dice " ... que debe existir coincidencia e identificación sustanciales entre los datos y condiciones básicas de las operaciones de futuros y de la transacción a cubrir ... " citando como condiciones básicas " ... naturaleza de la cosa, cantidad física ... " ¹⁰² ya que aún cuando exista identidad entre la cantidad física del contrato (N') y de la transacción a cubrir (N), esto es que:

$$N' = N$$

se requiere además, para que exista identidad entre los resultados que:

$$P_c - P'_m = P_a - P_m$$

¹⁰² Ver Borrador del ICAC apartado 3.1 b).

es decir, *deberá existir identidad entre las variaciones de los precios de la operación de futuros ($P_c - P'_m$) y de la transacción cubierta ($P_a - P_m$)* no siendo suficiente la "correlación próxima entre dichos precios" como indica dicho Borrador ¹⁰³.

Así lo entendido la FASB en su Borrador de Junio de 1996 cuando exige que los resultados positivos o negativos devengados por la operación de cobertura serán reconocidos con el límite de la pérdida o ganancia reconocida por la operación cubierta ¹⁰⁴.

De esta forma se cumplirá la condición de que el importe de la pérdida reconocida por la transacción cubierta será igual al beneficio devengado por la operación de cobertura. Sin embargo, la aplicación de este criterio presenta un problema y es cuando: el beneficio devengado por la operación de cobertura es inferior al importe de la pérdida a reconocer, en cuyo caso será imposible conseguir la igualdad salvo que el importe de la pérdida que excede al beneficio no sea reconocida o sea diferida, lo cual vendría a colisionar con el principio de prudencia.

En conclusión: Cuando en una operación de futuros, calificada de cobertura de riesgos, se cumplen las condiciones que motivaron la formalización de dicha operación, es decir, que al cierre del ejercicio se manifiesta la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento u operación cubierta y, por su parte, la operación de futuros devenga a dicha fecha un beneficio, la aplicación del criterio de ajuste del elemento u operación cubierta en

¹⁰³ Ver Borrador I.C.A.C. apartado 3.2.b).

¹⁰⁴ Ver Borrador FASB Junio apartado 14.

el importe de las diferencias de cotización positivas devengadas, a la fecha de cierre por la operación de futuros supone:

1°. Que el elemento u operación cubierta *figurará siempre reportado* en los estados financieros, al cierre del ejercicio, a un valor distinto al de su coste de adquisición o valor inicial al cual figuraba registrado e incluso, en determinadas circunstancias, podrá figurar reportado a un valor distinto al de su precio vigente en el mercado a dicha fecha de cierre.

2°. Que el resultado neto global reconocido en la cuenta de resultados al cierre del ejercicio vendrá determinado por la diferencia existente, a dicha fecha, entre el importe de la pérdida que debería reconocerse por el elemento u operación cubierta y el beneficio devengado por la operación de futuros salvo cuando, al cierre del ejercicio, el resultado positivo devengado por la operación de futuros exceda al importe de la pérdida a reconocer en la misma fecha por el elemento u operación cubierta, en cuyo caso el resultado global reconocido en resultados será igual a cero.

3°. No obstante, en cualquier caso, el resultado global reconocido al cierre del ejercicio, determinado por la diferencia entre el valor ajustado del elemento u operación cubierta, en el importe del beneficio devengado por la operación de futuros, y el valor de mercado a dicha fecha del elemento cubierto, determinará que finalmente el elemento u operación cubierta resulte valorado en los estados financieros a su valor de mercado vigente a la fecha de cierre.

- 4.3.1.2. *Cuando al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada por el elemento cubierto y por el contrario se produce un beneficio en el contrato de futuros (Escenario B).*

Será el caso en el cual no se cumplan las expectativas que motivaron la formalización de contrato de futuros con la finalidad de efectuar una cobertura.

Esto será cuando, al cierre del ejercicio y como consecuencia de la evolución de los precios de mercado el elemento u operación cubierta y del activo subyacente comprometido en el contrato de futuros, no se produce la pérdida esperada en el elemento u operación cubierta y por el contrario se produce una pérdida en el contrato de futuros.

Es decir, en el caso de que el elemento u operación cubierta se corresponda con un activo, será cuando se cumpla que:

$$(N \text{ Pm} - N \text{ Pa}) > 0$$

y que

$$(N' \text{ P'm} - N' \text{ Pc}) > 0$$

Siendo así, el resultado global de la operación de cobertura vendría determinado por:

$$(N' \text{ P'm} - N' \text{ Pc}) - (N \text{ Pm} - N \text{ Pa}) = R \quad (5)$$

Donde:

$N P_m - N P_a =$ revalorización del elemento u operación cubierta (en el caso de que esto sea admisible)

$N' P'_m - N' P_c =$ pérdida devengada al cierre del ejercicio por la operación de futuros

La igualdad reflejada en (5) podrá también ser expresada de la siguiente forma

$$[N P_a + (N' P'_m - N' P_c)] - N P_m = R$$

Donde separando los términos tendremos de una parte:

$$N P_a + (N' P'_m - N' P_c) = V \quad (6)$$

Donde (**V**) será el valor ajustado del elemento u operación cubierta y de otra, su valor vigente en el mercado (**N P_m**).

El resultado global registrado, en este caso, por la operación de cobertura, será el resultado de comparar el valor (**V**) al cual se reporta el elemento u operación cubierta, con su valor vigente en el mercado (**N P_m**). Esto es:

$$V - N P_m = R$$

En el caso en el cual el elemento u operación cubierta se corresponda con un *pasivo* el resultado global vendría determinado por:

$$(N' P_c - N' P'm) - (N Pr - N P_m) = R$$

Donde (**N Pr**) corresponde en este caso al valor al cual se encuentra registrado dicho pasivo.

Dicho resultado podrá también ser expresado por:

$$N P_m - [N Pr - (N' P_c - N' P'm)] = R$$

lo que significa que una vez ajustado el valor de dicho pasivo figurará reportado al valor (**N Pr**), al que estaba registrado inicialmente, disminuido en el importe de la pérdida (**N' P_c - N' P'm**) devengada por la operación de futuros. Esto es:

$$V = N Pr - (N' P_c - N' P'm)$$

El resultado final reconocido sería el mismo que en el caso de la cobertura de una operación de activo. Esto es, la diferencia entre el valor ajustado del pasivo cubierto (**V**) menos de su valor vigente en el mercado (**N P_m**)

$$R = N P_m - V$$

Nota.- El efecto derivado de la aplicación del criterio de ajuste del valor del elemento u operación cubierta puede ser analizado, tanto en el caso de una operación de activo como de pasivo.

Como quiera que el desarrollo del razonamiento sería el mismo en ambos casos, nos limitaremos a efectuar el análisis detallado en el caso en el cual la operación de cobertura está asociada a un elemento u operación de activo.

No obstante, en el resultado final, correspondiente a cada supuesto analizado, nos referiremos al efecto producido como consecuencia de la aplicación del criterio de ajuste, tanto en lo que se refiere a operaciones cubiertas de activo como de pasivo.

Ahora bien en este escenario B tenemos que plantear también los mismos supuestos que planteábamos en el escenario A.

1°. Que el importe de la pérdida ($N' P'm - N' P_c$) registrada por la operación de futuros sea igual al importe de la revalorización ($N P_m - N P_a$) producida en el valor del elemento u operación cubierta. Esto es si resulta que:

$$N' P'm - N' P_c = N P_m - N P_a$$

tendremos, sustituyendo en (6) dichos valores que:

$$V = N P_a + N P_m - N P_a = N P_m$$

Es decir, que el elemento u operación cubierta figurará reportado en los estados financieros, a su valor de mercado ($N P_m$).

Si aplicamos este razonamiento a la formula correspondiente al caso de la cobertura de una operación de pasivo, la conclusión final será la misma. Es decir, el pasivo cubierto figurará reportado igualmente a su valor vigente en el mercado.

Sin embargo hay que resaltar que en el caso de que el elemento u operación cubierta se corresponda con un activo, se presenta una situación particular y que será la siguiente:

Como quiera que el valor **(N Pm)** es igual al valor **(N Pa)** al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta incrementado en el importe correspondiente a la variación en su valor de mercado **(N Δ Pa)** (que en este caso será positiva ya que se produce una pérdida en el contrato de futuros) resultará que, el valor de **(V)** podrá ser expresado también de la siguiente forma:

$$V = N Pa - N \Delta Pa$$

Es decir, que el valor ajustado al cual se reporta en los estados financieros el elemento u operación cubierta será superior a su coste de adquisición **(N Pa)** en un importe igual a la revalorización **(N Δ Pa)** producida en su valor de mercado. Siendo así, esto supondrá colisionar con las normas de valoración establecidas por el P.G.C.

Por otra parte, el resultado global registrado por la operación de cobertura vendrá determinado por la diferencia entre el valor **(V)** al cual se reporta el elemento u operación cubierta y su valor de mercado **(N Pm)**. Esto es, será igual a:

$$R = V - N P_m = N P_m - N P_m = 0$$

Ahora bien, esto implica (como ya habíamos supuesto) que: el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros ($N' P'_m - N' P_c$) es igual al importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación de activo cubierta. Esto es:

$$R = (N' P'_m - N' P_c) - (N P_m - N P_a) = 0$$

Lo cual significa que, el resultado reconocido (en este caso cero) vendrá determinado por la compensación del importe de la pérdida cierta ($N' P'_m - N' P_c$) devengada por el contrato de futuros y el importe del beneficio potencial ($N P_m - N P_a$) que se obtendrá cuando el elemento u operación cubierta sea realizado en el mercado de contado. Esto supondrá colisionar con el principio de prudencia.

Quizás esta circunstancia justifica la exigencia contenida en las normas del Borrador del I.C.A.C. en cuanto a que, para calificar una operación de futuros como de cobertura deben existir evidencias razonables de que la transacción a cubrir deberá producirse en el futuro con toda probabilidad ¹⁰⁵.

Si aplicamos el mismo razonamiento partiendo de la formula correspondiente a la cobertura de un elemento u operación de pasivo, resultará que la conclusión final será la misma respecto a que, dicho elemento u operación de pasivo figurará reportado a su valor de mercado y que el resultado global reconocido será también igual a cero.

¹⁰⁵ Ver Borrador ICAC apartado 3.1 a).

En resumen: cuando el importe de la pérdida devengada al cierre por el contrato de futuros es igual al importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta, la aplicación del criterio de ajuste supone que, el valor al cual figurará reportado en los estados financieros, dicho elemento u operación cubierta, será el que corresponde a su valor de mercado vigente a dicha fecha.

No obstante conviene señalar que, cuando dicho elemento u operación cubierta se corresponde con un activo, el valor de mercado al cual dicho activo figura reportado, estará incorporando el importe correspondiente a la revalorización producida, al cierre del ejercicio, en su valor de mercado.

El resultado reconocido en la cuenta de resultados, que en este caso sería cero, vendrá determinado por la compensación de la pérdida cierta devengada por el contrato de futuros, con el importe del beneficio probable de obtener en un momento posterior por la realización del elemento u operación cubierta en el mercado.

Ejemplos:

Para facilitar la comprensión del análisis realizado, pasamos a ilustrarlo con un ejemplo.

Partimos de la situación en la cual, al cierre del ejercicio, se produce una pérdida a reconocer por el elemento u operación cubierta y el contrato de futuros devenga un beneficio.

Ejemplo A.-

Supuesto que: *el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros es idéntico al importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta* y siendo *el coste de adquisición* al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta *igual al valor inicial al cual se formaliza el contrato de futuros*.

Siendo:

N Pa = coste de adquisición o valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta.

N Pc = valor inicial por el cual se formaliza el contrato de futuros.

N Pm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta

N' P'm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del contrato de futuros

Para:

$$N \text{ Pa} = 1.000 \text{ u.m.}$$

$$N - P_c = 1.000 \text{ u.m.}$$

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

$$N' P'_m = 1.050 \text{ u.m.}$$

$$N P_m = 1.050 \text{ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$N' P'_m - N' P'_c = 1.050 - 1.000 = 50 \text{ (Pérdida)}$$

por tanto el ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 50 u.m. con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N \text{ Pa} + 50 = 1.000 + 50 = 1.050 \text{ u.m.}$$

que como vemos es coincidente con su valor de mercado.

El resultado reconocido en este caso vendrá determinado por la diferencia:

$$R = V - N P_m = 1.050 - 1.050 = 0$$

Es decir, el resultado será cero ya que se produce una cobertura perfecta.

Ejemplo B.-

Supuesto que: *el importe de la pérdida* devengada por el contrato de futuros es *idéntico al importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta* y pero *el coste de adquisición* al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta *es distinto al valor inicial al cual se formaliza el contrato de futuros.*

Siendo:

N Pa = coste de adquisición o valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta.

N Pc = valor inicial por el cual se formaliza el contrato de futuros.

N Pm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta

N' P'm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del contrato de futuros

Para:

$$\mathbf{N\ Pa = 1.000\ u.m.}$$

$$\mathbf{N - Pc = 900\ u.m.}$$

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

$$\mathbf{N' P'm = 950\ u.m.}$$

$$N P_m = 1.050 \text{ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$N' P'_m - N' P'_c = 950 - 900 = 50 \text{ (Pérdida)}$$

por tanto el ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 50 u.m. con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N P_a + 50 = 1.000 + 50 = 1.050 \text{ u.m.}$$

que como vemos también en este caso dicho valor es coincidente con su valor de mercado.

El resultado reconocido en este caso vendrá determinado por la diferencia:

$$R = V - N P_m = 1.050 - 1.050 = 0$$

El resultado será cero ya que también se produce una cobertura perfecta.

2°.- Que el importe de la pérdida ($N' P'_m - N' P'_c$) devengada por la operación de futuros, al cierre del ejercicio, sea distinto al importe ($N P_m - N P_a$) correspondiente a la revalorización producida en el valor de mercado, a dicha fecha, del elemento u operación cubierta. Esto es si resulta que:

$$N' P'_m - N' P'_c \neq N P_m - N P_a$$

tendremos que el valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será el que corresponde a la igualdad expresada en (6). O lo que es lo mismo al coste de adquisición del elemento u operación cubierta más el importe de la pérdida devengada al cierre por el contrato de futuros.

Ahora bien, en este caso podrá suceder:

A) Que el importe total del contrato ($N' P_c$) valorado al precio fijado para el activo subyacente comprometido en la operación sea igual al valor o coste de adquisición ($N P_a$) al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta. Esto es, si se cumple que:

$$N' P_c = N P_a$$

En este caso resultará, sustituyendo valores en (6) que, el valor (V) al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será:

$$V = N P_a + N' P'_m - N P_a = N' P'_m$$

Es decir, figurará reportado el valor de mercado ($N' P'_m$) de la operación de futuros.

Ahora bien, teniendo en cuenta que el valor vigente en el mercado del contrato de futuros ($N' P'_m$) será igual: al valor ($N' P_c$) que le fue fijado en el contrato más la variación ($N \Delta P_c$) correspondiente a la variación en su valor mercado producida desde, la fecha de formalización del contrato hasta el momento considerado y que determina precisamente la pérdida producida por el contrato de futuros. Esto es sí:

$$N' P'm = N' P_c + N' \Delta P_c$$

el valor de (**V**) podrá ser expresado también por:

$$V = N' P_c + N' \Delta P_c$$

Donde siendo:

$$N' P_c = N P_a$$

(según hemos considerado en el supuesto).

significará que finalmente el elemento u operación cubierta figurará reportado a:

$$V = N P_a + N' \Delta P_c$$

o lo que es lo mismo, figurará reportado a un valor igual al valor (**N P_a**) al cual se encuentra registrado dicho elemento más el importe de la pérdida (**N' Δ P_c**) producida en el contrato de futuros.

En este caso el resultado global registrado vendrá determinado por:

$$R = V - N P_m = (N P_a + N' \Delta P_c) - N P_m \quad (7)$$

Si en esta igualdad consideramos también que (**N P_m**) o valor vigente en el mercado del elemento u operación cubierta es igual; al valor (**N P_a**) al cual se encuentra registrado

dicho elemento cubierto más la variación producida en su valor de mercado (**N Pa**) y que determina su revalorización. Esto es:

$$\mathbf{N\ P_m = N\ Pa + N\ \Delta\ Pa}$$

Si sustituimos dicho valor en (7), tendremos que:

$$\mathbf{R = (N\ Pa + N'\ \Delta\ Pc) - (N\ Pa + N\ \Delta\ Pa)}$$

donde efectuando las eliminaciones tendremos finalmente que:

$$\mathbf{R = N'\ \Delta\ Pc - N\ \Delta\ Pa}$$

Es decir, que el resultado reconocido será igual: al importe de la pérdida conocida (**N' Δ Pc**) producida en el contrato de futuros menos el importe del beneficio potencial (**N Δ Pa**) derivado de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta.

Lo cual, para que sea correcto, será necesario garantizar, sin lugar a dudas que el elemento u operación cubierta será realizado en el mercado de contado o entregado en cumplimiento del contrato de futuros.

Si aplicamos el mismo razonamiento partiendo de la formula correspondiente a una operación de pasivo resultará que la conclusión final será la misma. Es decir, el pasivo cubierto figurará reportado al valor de mercado del contrato de futuros y la pérdida reconocida vendrá determinada por la diferencia entre el importe de la pérdida devengada

por el contrato de futuros disminuida en el importe de la mejora producida en el valor exigible del pasivo cubierto.

Ahora bien, puede ocurrir que:

$$N \Delta Pa > N' \Delta Pc$$

Es decir, que el importe de la revalorización producida en el elemento u operación cubierta sea superior al importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros.

Si sucede esto, y teniendo en cuenta que hemos supuesto que:

$$N Pa = N' Pc$$

significará que necesariamente:

$$N Pm > N' P'm$$

esto es, que el valor de mercado vigente del elemento u operación cubierta es superior al valor de mercado vigente para el contrato de futuros.

Por tanto, el resultado a reconocer en este caso sería:

$$R = N Pm - N' P'm$$

Ahora bien, de acuerdo con las normas de valoración contenidas en el P.G.C. la corrección valorativa deberá realizarse comparando el coste de adquisición (en este caso $N Pa$) con un valor inferior.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que, en este caso, el valor ($N' P'm$) al cual ha sido ajustado, y figura reportado el elemento cubierto, es igual por definición a:

$$N' P' m = N' P_c + N' \Delta P_c$$

y habiendo supuesto que:

$$N' P_c = N Pa$$

resultará que:

$$N' P' m = N Pa + N' \Delta P_c$$

es decir, que el valor ($N' P'm$) se corresponde con un valor superior al coste de adquisición ($N Pa$) en un importe ($N' \Delta P_c$) o pérdida registrada por el contrato de futuros.

Luego reconocer el resultado positivo correspondiente a la diferencia

$$N P_m - N' P'm$$

supondría incrementar aún más por encima de su coste de adquisición el valor al cual figura reportado el elemento u operación cubierta.

Por tanto, lo lógico es que dicho resultado no sea reconocido con lo cual el resultado registrado en este caso sería igual a cero. Ello supondrá que no será reconocido el importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto ni tampoco la pérdida devengada por el contrato de futuros la cual habrá sido activada formando parte del valor al cual se está reportando el elemento cubierto.

Si aplicamos el mismo razonamiento partiendo de la formula correspondiente a una operación de pasivo la conclusión final sería la misma. En este caso dicho pasivo cubierto figurará reportado y valorado al valor de mercado del contrato de futuros siendo dicho valor superior al valor vigente en el mercado correspondiente a la operación de pasivo cubierta con lo cual el resultado a reconocer por su corrección valorativa sería, por tanto, igual a cero.

En resumen: cuando el importe de la pérdida devengada, al cierre del ejercicio, por el contrato de futuros es distinto del importe correspondiente a la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta y se da, además, la circunstancia de que el valor inicial de dicho contrato es igual al valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta resultará que:

a) En el caso de que la pérdida devengada por el contrato de futuros sea superior al importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta, la aplicación del criterio de ajuste supone que dicho elemento u

operación cubierta figurará reportado en los estados financieros al valor de mercado del contrato de futuros.

Conviene señalar que, cuando el elemento u operación cubierta se corresponde con un activo, dicho valor de mercado del contrato de futuros se corresponde con un valor igual al coste de adquisición de dicho activo más el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros.

El resultado global reconocido en este caso, al cierre del ejercicio, será la pérdida determinada por la diferencia existente, a dicha fecha, entre el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros y el importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta. Esto supondrá que parte de la pérdida conocida correspondiente al contrato de futuros estará siendo compensada con el beneficio probable que se obtendrá cuando se realice, en el mercado de contado, el elemento u operación cubierta.

El importe de dicha pérdida reconocido en resultados será el necesario para que, finalmente, el elemento u operación cubierta figure valorado al cierre del ejercicio a su valor de mercado (si bien hay que tener en cuenta que cuando el elemento cubierto se corresponde con un activo, dicho valor de mercado estará incorporado el importe de la revalorización producida en su valor de mercado).

b) En el caso de que el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros sea inferior al importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta, la aplicación del criterio de ajuste supone que el elemento

u operación cubierta figurará reportado en los estados financieros al valor de mercado del contrato de futuros. Ahora bien, conviene aclarar que:

- Cuando el elemento u operación cubierta se corresponde con un activo, dicho valor de mercado del contrato de futuros se corresponde con un valor que será igual: al coste de adquisición al que fue registrado el elemento u operación de activo, más el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros.

- Cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un pasivo, dicho valor de mercado del contrato de futuros se corresponde con un valor que será igual: al valor exigible al cual dicho pasivo se encontraba inicialmente registrado menos el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros.

En cualquier caso, el resultado global reconocido será igual a cero lo que supondrá que finalmente, al cierre del ejercicio, el elemento u operación cubierta figurará valorado:

- A un valor inferior a su valor vigente en el mercado, cuando se trate de un elemento u operación de activo, o

- A un valor superior a su valor exigible, cuando se trate de un elemento u operación de pasivo.

Ejemplo:

1º Supuesto que: el *importe de la pérdida* devengado por el contrato de futuros es distinto e inferior al *importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta*, siendo, el *coste de adquisición* al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta, *igual al valor inicial al cual se formaliza el contrato de futuros*.

Siendo:

N Pa = coste de adquisición o valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta

N Pc = valor inicial por el cual se formaliza el contrato de futuros

N Pm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta

N' P'm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del contrato de futuros

Para:

N Pa = 1.000 u.m.

N' Pc = 1.000 u.m.

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

N' P'm = 1.050 u.m.

$$N P_m = 1.100 \text{ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$N' P'_m - N' P_c = 1.050 - 1.000 = 50 \text{ (Pérdida)}$$

el importe de la revalorización en el valor de mercado del elemento u operación cubierta será:

$$N P_m - N P_a = 1.100 - 1.000 = 100 \text{ (beneficio potencial)}$$

Es decir, la pérdida devengada por el contrato de futuros es inferior a la revalorización producida en el valor de mercado del cubierto.

El ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 100 u.m. con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N P_a + 50 = 1.000 + 50 = 1.050 \text{ u.m}$$

En este caso el valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será el que corresponde al valor de mercado del contrato de futuros.

El resultado reconocido en este caso vendría determinado por la diferencia:

$$R = V - N P_m = 1.050 - 1.100 = - 50 \text{ (Beneficio potencial)}$$

pero dicho resultado no sería registrable de acuerdo al Borrador del ICAC ¹⁰⁶ que indica que la corrección valorativa se efectuará "una vez ajustado el valor del elemento cubierto y de acuerdo a las normas de valoración" es decir, cuando el valor de mercado sea inferior al valor al cual se encuentra registrado.

Así pues el resultado neto reconocido en resultados será igual a cero. Luego por tanto el activo cubierto figurará reportado y valorado a 1.050 u.m. inferior a su valor de mercado (1.100 u.m.), valor de (1.050 u.m.) que como vemos es igual al coste de adquisición del activo cubierto (1.000 u.m.) más el importe de la pérdida devengada por el contrato (50 u.m.). Es decir, el importe de la pérdida habrá sido activado.

2º Supuesto que: *el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros es distinto y superior al importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta del beneficio* al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta, *igual al valor inicial al cual se formalizó el contrato de futuros.*

Siendo:

- N Pa =** coste de adquisición o valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta
- N Pc =** valor inicial por el cual se formaliza el contrato de futuros
- N Pm =** valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta
- N' P'm =** valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del contrato de futuros

¹⁰⁶ Ver Borrador ICAC apartado 4.3.1.2.

Para:

$$\mathbf{N \ Pa = 1.000 \ u.m.}$$

$$\mathbf{N' \ Pc = 1.000 \ u.m.}$$

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

$$\mathbf{N' \ P'm = 1.100 \ u.m.}$$

$$\mathbf{N \ Pm = 1.050 \ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$\mathbf{N' \ P'm - N' \ Pc = 1.100 - 1.000 = 100 \ (Pérdida)}$$

el importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta será:

$$\mathbf{N \ Pm - N \ Pa = 1.050 - 1.000 = 50 \ (beneficio \ potencial)}$$

Es decir, la pérdida del contrato es superior al importe de la revalorización producida en el valor de mercado del cubierto.

El ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 100 u.m. con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$\mathbf{V = N \ Pa + 100 = 1.000 + 100 = 1.100 \ u.m}$$

En este caso el valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será también el que corresponde al valor de mercado del contrato de futuros.

El resultado reconocido en este caso vendría determinado por la diferencia:

$$R = V - N P_m = 1.100 - 1.050 = 50 \text{ (pérdida)}$$

Es decir, *se reconocerá como pérdida*: el importe correspondiente a *la diferencia entre el importe de la pérdida devengada, al cierre del ejercicio, por el contrato de futuros en el valor de mercado del elemento u operación cubierta y el importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto*. Ahora bien, hay que observar que en este caso estaremos reconociendo una pérdida neta de 50 u.m. después de descontar un beneficio, el beneficio potencial de 50 u.m. correspondiente a la revalorización del elemento cubierto.

B) Que el valor (**N Pa**) al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta sea distinto al valor (**N'Pc**) fijado en el contrato para el activo subyacente. Esto es si se cumple que:

$$N' P_c \neq N P_a$$

resultará que, el elemento u operación cubierta, figurará reportado al valor (**V**) expresado en (6). Esto es:

$$N P_a + (N' P'_m - N' P_c) = V$$

Es decir, el valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será: el que corresponde a su coste de adquisición ($N Pa$) más el importe de la pérdida ($N' P'm - N' Pc$) devengada al cierre por el contrato de futuros.

En este caso el resultado registrado por la operación será:

$$V - N P_m = R$$

Donde sustituyendo el valor de (V) tendremos:

$$N Pa + (N' P'm - N' Pc) - N P_m = R$$

Si en dicha igualdad sustituimos los valores:

$$P_m = Pa + \Delta Pa \quad y \quad P'm = Pc + \Delta Pc$$

tendremos, una vez efectuadas las simplificaciones que el resultado global reconocido será:

$$R = N' \Delta Pc - N \Delta Pa$$

Es decir, vendrá determinado por el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros ($N' \Delta Pc$) disminuido en el importe de la revalorización ($N \Delta Pa$) producida en el valor de mercado del activo cubierto.

Si aplicamos el mismo razonamiento a la fórmula correspondiente a la cobertura de un elemento u operación de pasivo tendremos que dicho elemento cubierto figurará

reportado: al valor al cual se encontraba inicialmente registrado disminuido en el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros. El resultado vendrá igualmente determinado por el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros disminuido en el importe de la variación favorable producida en el valor exigible del pasivo.

Ahora bien también podrá suceder que:

$$N \Delta Pa > N' \Delta Pc$$

Es decir, que el importe de la variación favorable en el valor de mercado del elemento u operación cubierta (**$N \Delta Pa$**) sea superior al importe de la pérdida (**$N' \Delta Pc$**) devengada por el contrato de futuros.

Ello implicará necesariamente que el valor de mercado (**$N Pm$**) vigente al cierre del elemento u operación cubierta será superior al valor (**$N Pa + (N' P'm - N' Pc)$**) resultante del ajuste. Esto es, significará que:

$$N Pm > N Pa + (N' Pm - N' Pc)$$

Luego por tanto, siendo dicho valor vigente en el mercado superior al valor al cual dicho elemento u operación se encuentra reportado, no será necesario, de acuerdo con las normas de valoración, efectuar ninguna corrección valorativa. Por tanto el resultado reconocido en resultados será igual a cero.

Siendo así, el elemento u operación cubierta figurará valorado en los estados financieros al valor ajustado el cual será igual: al coste de adquisición, al que fue

inicialmente registrado dicho elemento más el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros.

Es decir, el elemento u operación cubierta de activo figurará valorado a un valor superior al de su coste de adquisición e inferior a su valor de mercado.

Cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un pasivo dicho elemento figurará reportado en los estados financieros igualmente al valor ajustado el cual será igual: al valor al cual fue inicialmente registrado disminuido en el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros. El resultado reconocido será igual a cero.

Por tanto, el elemento u operación cubierta de pasivo, figurará valorado a un valor inferior al valor al cual se encontraba inicialmente registrado pero superior a su valor vigente en el mercado.

En resumen: cuando el importe de la pérdida devengada, al cierre del ejercicio, por el contrato de futuros es distinto del importe correspondiente a la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta y se da, además, la circunstancia de que el valor inicial de dicho contrato es distinto al valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta resultará que:

a) En el caso de que la pérdida devengada por el contrato de futuros sea superior al importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta, la aplicación del criterio de ajuste supone que:

- Cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un activo dicho elemento u operación cubierta figurará reportado en los estados financieros, al cierre del ejercicio, a un valor igual a: su coste de adquisición más el importe de la pérdida devengada, a dicha fecha, por el contrato de futuros.

- Cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un pasivo dicho elemento u operación cubierta figurará reportado en los estados financieros, al cierre del ejercicio, a un valor igual a: al valor exigible al cual fue inicialmente registrado disminuido en el importe de la pérdida devengada, a dicha fecha, por el contrato de futuros.

El resultado global reconocido en este caso, al cierre del ejercicio, será la pérdida determinada por la diferencia existente, a dicha fecha, entre el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros y el importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta.

Esto significará que, parte de la pérdida conocida correspondiente al contrato de futuros estará siendo compensada con el beneficio probable que se obtendrá cuando se realice, en el mercado de contado, el elemento u operación cubierta.

El importe de dicha pérdida reconocido en resultados será el necesario para que, finalmente, el elemento u operación cubierta figure valorado al cierre del ejercicio a su valor de mercado (si bien hay que tener en cuenta que cuando el elemento cubierto se corresponde con un activo, dicho valor de mercado estará incorporado el importe de la revalorización producida en su valor de mercado).

b) En el caso de que el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros sea inferior al importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta, la aplicación del criterio de ajuste supone:

- Cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un activo, dicho elemento u operación cubierta figurará reportado en los estados financieros, al cierre del ejercicio: a un valor superior a su coste de adquisición e inferior a su valor vigente en el mercado.

- Cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un pasivo, dicho elemento u operación cubierta figurará reportado en los estados financieros, al cierre del ejercicio: a un valor inferior al valor exigible al cual fue inicialmente registrado pero superior a su valor exigible vigente.

Siendo así, que los valores reportados (ajustados) son, inferior a su valor de mercado (en el caso de un activo) y superior (en el caso de un pasivo), no será necesario reconocer resultado alguno derivado de correcciones valorativas.

Ejemplos:

1º Supuesto que: el *importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros es distinto y superior* al importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta pero, el coste de adquisición al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta, es distinto al valor inicial al cual se formalizó el contrato de futuros.

Siendo:

N Pa = coste de adquisición o valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta

N Pc = valor inicial por el cual se formaliza el contrato de futuros

N Pm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta

N' P'm = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del contrato de futuros

Para:

N Pa = 1.000 u.m.

N' Pc = 900 u.m.

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

N' P'm = 1.100 u.m.

N Pm = 1.050 u.m.

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$\mathbf{N' P'm - N' Pc = 1.100 - 900 = 200 \text{ (Pérdida)}}$$

El importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta será:

$$N P_m - N P_a = 1.000 - 1.050 = - 50 \text{ (beneficio potencial)}$$

Es decir, el importe de la pérdida devengada por contrato de futuros es superior al importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto.

El ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 200 u.m. con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N P_a + 200 = 1.000 + 200 = 1.200 \text{ u.m}$$

En este caso el valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será distinto a su coste de adquisición y superior a su valor vigente en el mercado, precisamente en el importe de la pérdida neta a reconocer.

Que en este caso vendría determinado por la diferencia:

$$R = V - N P_m = 1.200 - 1.050 = 150 \text{ (pérdida)}$$

Es decir, *se reconocerá como pérdida:* el importe correspondiente a *la diferencia entre el importe de la pérdida devengada, al cierre del ejercicio, por el contrato de futuros en el valor de mercado del elemento u operación cubierta y el importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto.* Ahora bien, hay que observar que en este caso estaremos reconociendo una pérdida neta de 150 u.m. después de descontar un beneficio, el beneficio potencial de 50 u.m. correspondiente a la revalorización del elemento cubierto.

2° Supuesto que: el *importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros es distinto e inferior al importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta, pero, el coste de adquisición al cual se encuentra registrado dicho elemento u operación cubierta, es distinto al valor inicial al cual se formalizó el contrato de futuros.*

Siendo:

- N Pa** = coste de adquisición o valor al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta
- N Pc** = valor inicial por el cual se formaliza el contrato de futuros
- N Pm** = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del elemento u operación cubierta
- N' P'm** = valor vigente en el mercado, al cierre del ejercicio, del contrato de futuros

Para:

$$\mathbf{N\ Pa} = 1.000 \text{ u.m.}$$

$$\mathbf{N' Pc} = 900 \text{ u.m.}$$

y siendo los valores respectivos de mercado al cierre:

$$\mathbf{N' P'm} = 950 \text{ u.m.}$$

$$\mathbf{N Pm} = 1.100 \text{ u.m.}$$

el resultado devengado por la operación de futuros vendrá determinado por:

$$N' P'm - N' P_c = 950 - 900 = 50 \text{ (Pérdida)}$$

El importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta será:

$$N P_m - N P_a = 1.100 - 1.000 = 100$$

Es decir, el importe de la pérdida devengada por contrato de futuros es inferior a la revalorización del elemento cubierto.

El ajuste a realizar al valor del elemento u operación cubierta será de 50 u.m. con lo cual el valor al cual figurará reportado dicho elemento será:

$$V = N P_a + 50 = 1.000 + 50 = 1.050 \text{ u.m.}$$

En este caso el valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta será distinto a su coste de adquisición y inferior a su valor vigente en el mercado.

El resultado reconocido en este caso vendría determinado por la diferencia:

$$R = V - N P_m = 1.050 - 1.100 = - 50 \text{ (pérdida potencial)}$$

pero dicho resultado no sería registrable de acuerdo al Borrador del ICAC¹⁰⁷ que indica que la corrección valorativa se efectuará "una vez ajustado el valor del elemento cubierto y de acuerdo a las normas de valoración", es decir, cuando el valor de mercado sea inferior al valor al cual se encuentra registrado.

Sin embargo, si bien dicho beneficio de 50 u.m. no será reconocido, tampoco será reconocida la pérdida de 50 u.m., devengada por el contrato de futuros, que permanecerá activada formando parte del valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta.

De todo ello se desprende que, en el caso del escenario B, es decir, cuando la evolución de los precios de mercado del elemento u operación cubierta y del activo subyacente comprometido en el contrato de futuros, determinen al cierre del ejercicio, una variación favorable en el valor de mercado del cubierto y una pérdida por el contrato de futuros, la aplicación del criterio de ajuste del elemento u operación cubierta supone que dicho elemento u operación cubierta *podrá figurar reportado en los estados financieros, al cierre del ejercicio, a cualquiera de los siguientes valores:*

a) Por un valor **(N' P'm)** correspondiente al nominal inicial **(N')** del contrato de futuros valorado al precio vigente en el mercado **(P' m)** del activo subyacente comprometido en dicho contrato. Es decir, *el valor de mercado de la operación de cobertura.*

Esto sucederá cuando al cierre del ejercicio se cumplan las dos siguientes circunstancias:

¹⁰⁷ Ver Borrador ICAC apartado 4.3.1.2 párrafo 2º.

1º Que el importe de la pérdida devengada a dicha fecha por el contrato de futuros sea distinto del importe correspondiente a la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta.

2º Que el importe del elemento u operación cubierta es coincidente con el importe fijado para el contrato de futuros.

b) Al valor al cual se encontraba inicialmente registrado el elemento u operación cubierta ajustado en el importe de la pérdida devengada al cierre por el contrato de futuros.

Esto sucederá cuando al cierre del ejercicio se cumplan las dos siguientes circunstancias:

1º Que el importe de la pérdida devengada a dicha fecha por el contrato de futuros sea distinto del importe correspondiente a la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta.

2º Que el importe del elemento u operación cubierta es distinto al importe fijado para el contrato de futuros.

Hay que señalar que, en ambos casos, *y el elemento u operación cubierta se corresponda con un activo, el valor reportado será siempre superior a su coste de adquisición* en el importe del ajuste realizado y que se corresponde con el importe de la pérdida devengada a la fecha de cierre por el contrato de futuros.

c) Al valor de mercado del elemento u operación cubierta.

Esto sucederá cuando al cierre del ejercicio se cumpla que:

- El importe de la evolución favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta es igual al importe de la pérdida devengada a la fecha de cierre por el contrato de futuros.

Ahora bien, conviene destacar que, *cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un activo, el valor de mercado reportado estará incorporando el importe de la revalorización producida en el valor de mercado de dicho activo*, incumpliendo así las normas de valoración.

En cuanto, al resultado global registrado por la operación al cierre del ejercicio, vendrá determinado por la diferencia existente a dicha fecha entre el importe correspondiente a la variación favorable producido en el valor de mercado del elemento del elemento u operación cubierta y el importe de la pérdida devengada al cierre por la operación de futuros.

Esto supondrá reconocer, al cierre del ejercicio, un resultado en el cual la pérdida conocida devengada a dicha fecha por la operación de futuros, se verá disminuida en el importe del beneficio potencial derivado de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta.

Es decir, estaremos compensando la pérdida conocida derivada del contrato de futuros con el beneficio posible de obtener por la enajenación del elemento u operación cubierta en el mercado de contacto.

Aquí se produce una diferencia sustancial con el resultado global obtenido en el escenario A ya que, en dicho escenario, el resultado global viene determinado por la compensación de la pérdida conocida derivada del elemento u operación cubierta con el beneficio, calificado de "realizado", devengado por la operación de futuros.

Por otra parte, y cuando al cierre del ejercicio, resulte que el importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta sea superior al importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros, no se reconocerá resultado alguno ya que en este caso el valor una vez ajustado del elemento u operación cubierta es inferior a su valor vigente en el mercado.

El no reconocer resultado alguno por la operación supondrá que, la pérdida devengada por el contrato de futuros no será reconocida y permanecerá activada formando parte del valor al cual figurará reportado el elemento u operación cubierta.

En conclusión: Cuando en una operación de futuros, calificada de cobertura de riesgos, no se cumplen las condiciones que motivaron la formalización de dicha operación, es decir, que al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada por el elemento u operación cubierta y por el contrario se produce una pérdida en el contrato de futuros, la aplicación del criterio de ajuste del valor del elemento u operación cubierta en el importe de las diferencias de cotización negativas devengadas, supone:

1º Que el valor al cual figurará reportado en los estados financieros, al cierre del ejercicio, el elemento u operación cubierta, será siempre superior a su coste de adquisición, cuando dicho elemento u operación cubierta se corresponda con un activo o inferior al valor

exigible, al cual fue registrado en su momento, cuando dicho elemento u operación cubierta se corresponda con un pasivo.

2° Que el resultado neto global reconocido en la cuenta de resultados al cierre del ejercicio vendrá determinado por la diferencia entre el importe de la pérdida conocida devengada a dicha fecha por el contrato de futuros y el importe del beneficio potencial derivado de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta salvo cuando el importe de dicha variación favorable sea superior al importe de la pérdida en cuyo caso el resultado reconocido será igual a cero.

3° No obstante, en cualquier caso, el resultado global reconocido al cierre del ejercicio, determinado por la diferencia entre el valor ajustado del elemento u operación cubierta en el importe de la pérdida devengada por la operación de futuros y el valor de mercado a dicha fecha del elemento u operación cubierta, determinará que finalmente dicho elemento u operación cubierta figurará valorado en los estados financieros a su valor vigente en el mercado.

De las conclusiones anteriores conviene destacar cuatro aspectos importantes:

a) En el caso de que el elemento u operación cubierta se corresponda con un activo, el valor ajustado al cual dicho activo figurará reportado en los estados financieros al cierre del ejercicio, es superior al de su coste de adquisición como consecuencia de incorporar a dicho coste el importe de la pérdida devengada a dicha fecha por el contrato de futuros.

b) El resultado global reconocido en la cuenta de resultados al cierre del ejercicio, determinado por la diferencia entre, el valor ajustado del elemento u operación cubierta y

su valor vigente en el mercado, estará compensando el importe de la pérdida cierta devengada por el contrato de futuros con el importe correspondiente al beneficio potencial derivado de la evolución favorable en el valor de mercado de dicho elemento u operación cubierta.

c) En determinadas circunstancias, como es el caso en el cual como resultado del ajuste realizado al valor del elemento u operación cubierta de activo, resulta que dicho valor es inferior al valor de mercado de dicho elemento cubierto (lo cual sucederá cuando el importe de la revalorización en su valor de mercado sea superior al importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros) no será necesario efectuar corrección valorativa alguna. Esto supondrá no sólo que la pérdida devengada por el contrato de futuros no será reconocida, sino que dicho importe habrá sido activado mediante el ajuste realizado.

d) Cuando el elemento u operación cubierta de activo figure reportado en los estados financieros a su valor de mercado (lo cual sucederá cuando el importe de la revalorización producida en su valor de mercado sea igual al importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros) resultará que dicho valor de mercado estará incorporando el importe de dicha revalorización.

4.3.2. Efectos derivados de la aplicación de la regla de simetría

Otro criterio aplicable al reconocimiento de los resultados devengados al cierre por un contrato de futuros vigente a dicha fecha, es el que podemos denominar como regla de simetría.

Dicho criterio es el aplicado por el Banco de España en su circular 4/91, por la CNMV en su circular 7/90 así como el borrador de la FASB de junio 1996. Por su parte el borrador del ICAC de abril de 1995 es el único de las normas existentes que no contempla la aplicación de dicho criterio.

La circular 4/91 del Banco de España ¹⁰⁸ determina que:

"cuando la finalidad del contrato de futuros se corresponda con una operación de cobertura los beneficios o quebrantos resultantes se llevarán a pérdidas y ganancias de manera simétrica a los ingresos o costes del elemento cubierto".

Del contenido de dicha norma hay que resaltar su alusión a la posibilidad de que puedan ser reconocidos ingresos derivados del elemento cubierto. Queremos entender que se está refiriendo a los rendimientos de activos financieros o a aquellas inversiones financieras, que pueden ser calificadas como activos de carácter circulante y que, de acuerdo con los criterios de valoración contenidos en el NIC nº 25, podrían ser revalorizados como consecuencia de una evaluación favorable en su valor de mercado.

Por parte el Borrador de la FASB concreta más en cuanto a la aplicación de este criterio cuando dice ¹⁰⁹:

"Para un derivado, designado como cobertura de una exposición a los cambios en el valor de realización de un activo o pasivo reconocido o de un compromiso firme,

¹⁰⁸ Ver norma 5ª, 12.

¹⁰⁹ Ver Borrador FASB Junio 1996 Sumario.

la ganancia o pérdida será reconocida en cuenta de resultados en el período del cambio, compensando la pérdida o ganancia del elemento cubierto".

"El efecto contable será, el ajuste de la base del elemento cubierto en el importe de la ganancia o pérdida en el derivado de cobertura, hasta el punto en el que la ganancia o pérdida compense la pérdida o ganancia experimentada en el elemento cubierto".

Es decir, el Borrador FASB nos permite dos alternativas¹¹⁰:

1ª.- Reconocer en resultados el importe de la variación positiva o negativa derivada del contrato de futuros por un importe que compense la pérdida o ganancia registrada por el elemento cubierto.

2ª.- Diferir el resultado positivo o negativo derivado de la operación de cobertura ajustando el valor al cual se encuentra registrado el elemento cubierto en el importe del beneficio o pérdida derivado del contrato hasta el límite del importe de pérdida o beneficio que debe ser reconocido por el elemento cubierto.

El problema que plantea esta segunda alternativa es que: cuando el importe de la pérdida o beneficio devengado por el contrato de futuros, resultará que, como consecuencia del ajuste realizado el elemento cubierto figurará valorado al valor del contrato de futuros lo cual no será correcto de acuerdo a las normas de valoración. Por ello entendemos que, posteriormente, será necesario efectuar la corrección valorativa que corresponda y que vendrá determinada por la diferencia entre: el valor resultante del ajuste,

¹¹⁰ Ver Borrador FASB Junio 1996, apartado 14.

esto es el valor del contrato de futuros, y el valor vigente en el mercado que corresponde al elemento cubierto.

De dichas normas se deduce que, la finalidad perseguida por la aplicación del criterio de simetría es que el importe de los beneficios devengados por la operación de futuros sean idénticos al importe de la pérdida reconocida por el elemento cubierto. Esto supondrá que, en cualquier caso, el importe del beneficio a reconocer por la operación de futuros queda limitado al importe de la pérdida a reconocer por el elemento cubierto. De ello resultará por tanto un efecto neutro en la cuenta de resultados del ejercicio.

Esto significará que, en el caso de que el elemento cubierto no esté sujeto a correcciones valorativas como consecuencia de variaciones en su valor de mercado, ningún resultado positivo derivado de la operación de cobertura podrá ser reconocido en cuenta de resultados y deberá ser por tanto acumulado en cuentas de balance hasta el momento de la liquidación o cancelación de la operación.

Así pues, el criterio de simetría se basa en el hecho de que la estrategia de la cobertura se fundamenta en que siempre existirá una correlación inequívoca entre la variación de los precios de mercado del elemento cubierto y el del activo subyacente comprometido en el contrato de futuros de tal forma que, el importe de los beneficios o pérdidas ha obtener en la operación de futuros compensen el importe de la pérdida esperada por el elemento cubierto *y que en ningún caso el importe del beneficio reconocido por el contrato de futuros superará el importe de dicha pérdida* y además teniendo en cuenta que el importe de dicha pérdida reconocida deberá siempre derivarse del riesgo que inicialmente se trata de cubrir de tal manera que no podrá incluirse en dicha pérdida otro importe que, aún estando asociado a la operación cubierta, se produzca como

consecuencia de circunstancias distintas a aquellas que motivaron la formalización de la operación de cobertura ¹¹¹.

Esta postura es lógica considerando que la única finalidad de la operación de cobertura será la consecución de un beneficio destinada a compensar única y exclusivamente las pérdidas derivadas de un determinado elemento u operación. Cualquier exceso obtenido en el contrato de futuros por encima del importe de dichas pérdidas deberá ser considerado como el resultado de una operación especulativa.

Teniendo en cuenta que, tanto las Circular 4/91 como el Borrador de la FASB, consideran que el contrato de futuros podrá registrar beneficios o pérdidas, el análisis de los efectos derivados de la aplicación de este criterio de simetría deberá ser contemplado desde ambas posibilidades, es decir:

1.- Cuando al cierre del ejercicio se cumplen las expectativas que motivaron la formalización de un contrato de cobertura. Esto es, cuando se produce la necesidad de registrar la pérdida esperada por el elemento cubierto y por su parte el contrato de futuros devenga un beneficio.

2.- Cuando al cierre del ejercicio no se cumplen las expectativas que motivaron la formalización del contrato de futuros y no se produce la pérdida esperada en el elemento cubierto registrándose por el contrario una pérdida en el contrato de futuros.

¹¹¹ Ver FASB conclusiones de Mayo 1997 sobre el Borrador de Junio de 1996.

- 4.3.2.1. *Cuando al cierre del ejercicio se produce la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento cubierto y el contrato de futuros devenga un beneficio.*

La aplicación del criterio de simetría supone que: siempre, y en cualquier caso, el importe del beneficio ($N' P_c - N' P'_m$) reconocido por el contrato de futuros será igual al importe de la pérdida ($N P_a - N P_m$) registrada por el elemento cubierto. Esto es, se cumplirá que:

$$(N P_a - N P_m) = (N' P_c - N' P'_m) \quad (1)$$

Donde:

- $N P_a$ = Coste de adquisición o valor al cual se encuentra registrado el elemento cubierto
- $N P_m$ = Valor de mercado al cierre del ejercicio del elemento cubierto
- $N P_c$ = Valor fijado en el contrato para el activo subyacente
- $N' P'_m$ = Valor de mercado al cierre del ejercicio correspondiente al activo subyacente comprometido en el contrato de futuros

Con lo cual el resultado reconocido en cuenta de resultados deberá ser igual a cero.

Ahora bien la igualdad indicada en (1) también puede ser expresada de la siguiente forma:

$$N Pa - (N' Pc - N' P'm) - N Pm = 0 \quad (2)$$

Como resulta que el importe reconocido como beneficio por el contrato de futuros $(N Pc - N' P'm)$ debe ser igual al importe de la pérdida reconocida por el elemento cubierto $(N Pa - N Pm)$ resultará sustituyendo dicho valor en (2) que:

$$N Pa - (N Pa - N Pm) - N Pm = N Pm - N Pm = 0$$

lo que indica que el beneficio obtenido por el contrato de futuros $(N' Pc - N' P'm)$ podrá ser diferido ajustando, en dicho importe, el valor del elemento cubierto. De esta forma el elemento cubierto figurará valorado a su valor de mercado $(N Pm)$ y que el resultado reconocido será igual a cero.

Es decir, será indiferente aplicar la regla de simetría reconociendo juntamente en la cuenta de resultados el importe del beneficio devengado por el contrato de futuros $(N' Pc - N' P'm)$ hasta el importe de la pérdida reconocida por el elemento cubierto $(N Pa - N Pm)$ o bien ajustar el valor $(N Pa)$ al cual se encuentra registrado el elemento cubierto en el importe de dicho beneficio con el límite de la pérdida registrada por el elemento cubierto $(N Pa - N Pm)$. Esta alternativa está propuesta por el Borrador de la FASB ¹¹².

Ahora bien, hay que tener en cuenta que, el hecho de que el elemento cubierto cotice en un mercado distinto al que cotiza el activo subyacente comprometido en el contrato de futuros, podrá determinar que el importe de la pérdida a reconocer por el elemento cubierto difiera del importe correspondiente al beneficio devengado por el contrato de futuros. Es decir, podrá suceder que no se produzca una correlación perfecta

¹¹² Ver Borrador FASB junio 1996 apartado 13.

entre las variaciones de sus respectivos precios de mercado y resulte que el importe del beneficio devengado por el contrato de futuros no sea coincidente con el importe de la pérdida a reconocer por el elemento cubierto.

Siendo así podrá suceder:

a) Que el importe del beneficio devengado al cierre del ejercicio por el contrato de futuros sea superior al importe de la pérdida registrada a dicha fecha por el elemento cubierto.

En este caso el importe del beneficio a registrar por el contrato de futuros se limitará al importe de la pérdida registrada por el elemento cubierto. El exceso del beneficio, o diferencia de cotización positiva, derivado del contrato de futuros, se registrará en cuenta de balance hasta que pueda ser compensado con pérdidas posteriores a registrar por el elemento cubierto.

De esta forma el elemento cubierto figurará valorado en los estados financieros a su valor de mercado y el resultado reconocido en resultados será igual a cero.

Este resultado es coincidente con el que se obtendría mediante la aplicación del criterio de ajuste del valor del elemento cubierto dadas las mismas circunstancias, es decir, cuando el importe de la pérdida reconocida por el elemento cubierto es igual al importe del beneficio devengado por el contrato de futuros ¹¹³.

¹¹³ Ver páginas anteriores del apartado 4.3.1.1 supuesto 1º.

Ejemplo:

Supongamos un activo registrado a un valor **N Pa = 1.000 u.m.** Para cubrirse de una posible variación desfavorable en su precio de mercado, se formaliza un contrato de futuros por un valor total **N' Pc = 1.000 u.m.**

A la fecha de cierre el valor de mercado vigente para el elemento cubierto y para el activo objeto del contrato es coincidente e igual a 900 u.m.

Por tanto, la pérdida a registrar por la corrección valorativa a realizar en el valor del elemento cubierto sería:

$$\text{Pérdida elemento cubierto} = 1.000 - 900 = 100 \text{ u.m.}$$

Por su parte el contrato de futuros devengará un beneficio que vendrá determinado por:

$$\text{Beneficio contrato futuros} = 1.000 - 900 = 100 \text{ u.m.}$$

De acuerdo con la aplicación de la regla de simetría, serán reconocidos en resultados:

Beneficio contrato futuros	100 u.m.
Pérdida por el elemento cubierto	- 100 u.m.
Resultado neto registrado	0

Si por el contrario se decide adoptar la postura alternativa de diferir el resultado devengado por el contrato de futuros, tendremos:

Valor al cual se encuentra registrado el elemento cubierto	1.000 u.m.
Ajuste por el importe del beneficio devengado por el contrato	- 100 u.m.
Valor al cual se reporta el elemento cubierto	900 u.m.

Valor que es coincidente con su valor vigente en el mercado con lo cual no será necesario efectuar corrección valorativa alguna.

Luego el resultado será el mismo. El elemento cubierto figurará reportado en los estados financieros a su valor de mercado y el resultado neto registrado en cuenta de resultados será igual a cero.

b) Que el importe del beneficio devengado a la fecha de cierre por el contrato de futuros sea inferior al importe de la pérdida registrada por el elemento cubierto.

En este caso, y de acuerdo con la aplicación del criterio de simetría, se reconocería en resultados el total del beneficio devengado por el contrato de futuros y por otra parte se registrará como pérdida el mismo importe por la corrección valorativa del elemento cubierto.

Ahora bien, esto supondrá:

a) Que el elemento cubierto figurará valorado en los estados financieros al cierre del ejercicio al valor fijado para el contrato de futuros, lo cual colisionaría con la aplicación de las normas de valoración ya que dicho valor será siempre superior al valor vigente en el mercado del elemento cubierto.

b) La diferencia entre el importe de la pérdida a reconocer por el elemento cubierto y el importe del beneficio reconocido por el contrato de futuros, no habrá sido registrada en la cuenta de resultados.

La circular 4/91 no aclara cual debe ser la postura que debemos adoptar respecto del exceso de pérdida que no puede ser compensada con el beneficio devengado por el contrato de futuros. Sin embargo cuando dice "los beneficios o quebrantos resultantes se llevarán a pérdidas y ganancias de manera simétrica a los ingresos o costes del elemento cubierto"¹¹⁴ hay que interpretar que se está refiriendo exclusivamente al tratamiento del beneficio devengado por el contrato imponiendo un límite a su reconocimiento sin que ello deba afectar al reconocimiento de las pérdidas que corresponda efectuar por el elemento cubierto.

Por su parte, la aplicación del Borrador de la FASB plantea una duda. el Borrador de la FASB¹¹⁵ determina:

"El cambio en el valor del elemento cubierto será reconocido en la cuenta de resultados en el período del cambio sólo hasta alcanzar los cambios compensables en el valor del instrumento de cobertura. Si alguna parte del cambio en el valor del elemento

¹¹⁴ Ver Circular 4/91 del Banco de España norma 5ª, 1.

¹¹⁵ Ver Borrador FASB Junio 1996 apartado, 13.

cubierto no es reconocido en la cuenta de resultados, en el período del cambio debido a la limitación relativa a los cambios compensables en el valor del instrumento de cobertura, esta parte es válida para ser reconocida en resultados en períodos cuando el cambio en el valor del instrumento de cobertura exceda los cambios compensables en el valor del instrumento cubierto".

Es decir, puede interpretarse que la parte de pérdida no reconocida sería activada hasta que dicho importe pueda ser compensado con futuras variaciones en el valor de la cobertura.

Si aceptamos esta circunstancia supondrá colisionar con las normas de valoración en cuanto que el elemento cubierto figuraría valorado al valor del contrato de futuro, el cual sabemos que en este caso ¹¹⁶ será superior al valor vigente en el mercado de dicho elemento cubierto.

Por otra parte, incumpliríamos el principio de prudencia ya que dicha pérdida activada se corresponde con una pérdida conocida y que, por tanto, debería ser registrada en cuenta de resultados.

Probablemente el contenido de dicho apartado 13 del Borrador de la FASB pueda explicarse considerando los siguientes supuestos:

a) Que simultáneamente al reconocimiento simétrico del beneficio derivado del contrato del contrato de futuros y de la pérdida del elemento cubierto, se dote una provisión por el importe de la pérdida no reconocida en resultados que tendría carácter de

¹¹⁶ Pérdida del elemento cubierto superior al beneficio del contrato de futuros.

reversible o que sería aplicada en la medida en que se produzcan cambios positivos futuros en el valor del contrato de futuros.

b) Que el elemento cubierto se corresponda con el activo comprometido en el contrato de futuros en cuyo caso su valor de realización sería coincidente con el valor del contrato de futuros con lo cual ya no procedería la corrección valorativa por la diferencia entre dicho valor y el de mercado.

A pesar de todo entendemos que, en el supuesto planteado, será necesario efectuar la correspondiente corrección valorativa por un importe que vendrá determinado por la diferencia existente entre; el valor del contrato de futuros y el valor vigente en el mercado del elemento cubierto.

Siendo así el resultado final será el mismo que el que resultaría de la aplicación del criterio de ajuste del valor del elemento cubierto ¹¹⁷. Es decir:

El elemento cubierto figurará reportado en los estados financieros al cierre del ejercicio al valor de mercado del contrato de futuros, pero finalmente, y una vez efectuada la correspondiente provisión por el importe de pérdida no reconocido, el elemento cubierto figurará valorado a su valor de mercado. El resultado finalmente reconocido en cuenta de resultados vendrá determinado por la diferencia entre el importe de la pérdida a reconocer por la corrección valorativa que corresponde realizar por el elemento cubierto y el beneficio devengado por el contrato de futuros.

¹¹⁷ Ver páginas anteriores apartado 4.3.1.1. supuesto 2º.

Ejemplo:

Supongamos un activo registrado por un valor de 1.000 u.m. Ante la posibilidad de una caída en su precio de mercado se formaliza un contrato de futuros por un valor nominal total de 1.000 u.m.

Al cierre del ejercicio el valor de mercado correspondiente al activo cubierto es de 800 u.m. mientras que el valor de mercado correspondiente al contrato es de 900 u.m.

Por tanto, pérdida a registrar por la corrección valorativa del activo cubierto será:

$$1.000 - 800 = 200 \text{ u.m.}$$

Por su parte el contrato de futuros devenga un resultado positivo de:

$$1.000 - 900 = 100 \text{ u.m.}$$

De acuerdo con el criterio de simetría se registraría:

- Beneficio del contrato	100 u.m
- Pérdida elemento cubierto	100 u.m.

Esto supondría que el activo cubierto figuraría valorado a:

$$1.000 - 100 = 900 \text{ u.m. (valor coincidente con el del contrato)}$$

Ahora bien, aplicando las normas de valoración, y siendo el valor de mercado vigente al cierre para el activo cubierto de 800 u.m., procedería efectuar una corrección valorativa por:

$$\text{Provisión reversible} = 900 - 800 = 100 \text{ u.m.}$$

Con lo cual finalmente el activo cubierto figurará valorado a 800 u.m. igual a su valor de mercado.

El resultado reconocido será:

Pérdida compensada con contrato cobertura	100 u.m.
Provisión por corrección valorativa	100 u.m.
	<hr/>
Total pérdidas reconocidas	200 u.m.

A deducir:

Beneficio devengado por el contrato de futuros	(100) u.m.
	<hr/>
Resultado neto registrado	100 u.m.

4.3.2.2. *Cuando al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada por el elemento cubierto y por su parte el contrato de futuros devenga una pérdida*

Esta será una circunstancia en la que, debido a una evolución favorable en el precio de mercado, o del tipo de cambio, o del tipo de interés, determine que al cierre del ejercicio el valor de mercado del elemento cubierto u operación cubierta será superior al valor al cual dicho elemento u operación se encuentra registrado.

Si tenemos en cuenta que la estrategia de una operación de cobertura se basa en el hecho de que deberá existir una correlación entre la variación de los precios de mercado del elemento cubierto y el del activo comprometido en el contrato de cobertura supone que, un alza en el precio de mercado del elemento cubierto determinará igualmente un alza en el precio de mercado del activo comprometido en el contrato. Si este alza en el precio de mercado del activo comprometido supone que finalmente su valor de mercado supere el valor inicialmente fijado en el contrato para dicho activo, supondrá que el coberturista registrará una pérdida por el importe que corresponde a dicha diferencia.

Así pues, cuando la evolución de los precios de mercado se mueven en sentido contrario a las expectativas que motivaron la formalización de la operación de cobertura se producirá una revalorización en el valor del elemento u operación cubierta y contrariamente una pérdida por el contrato de cobertura.

Si aplicamos literalmente el contenido de la Circular 4/91 y el del Borrador de la FASB, relativo al reconocimiento de los resultados devengados al cierre por un contrato de futuros calificado de cobertura y que dicen respectivamente:

Circular 4/91 ¹¹⁸.

"Cuando la finalidad del contrato de futuros se corresponda con una operación de cobertura, los beneficios o quebrantos resultantes se llevarán a pérdidas y ganancias de manera simétrica a los ingresos o costes del elemento cubierto".

Borrador de la FASB ¹¹⁹.

"Para un derivado designado como cobertura de una exposición a los cambios en el valor de un activo o pasivo reconocido o de un compromiso firme, la ganancia o pérdida será reconocida en cuenta de resultados en el período del cambio compensando la pérdida o ganancia del elemento cubierto".

Tendremos que las pérdidas devengadas por el contrato de futuros no podrán ser reconocidas si no existen resultados positivos que contablemente puedan ser reconocidos como consecuencia de las revalorizaciones en el valor del elemento cubierto. Hay que recordar que, salvo en casos muy determinados, dichas revalorizaciones no son admitidas por las normas de valoración. Estos casos determinados en los que problemamente podrían

¹¹⁸ Ver Circular 4/91 norma 5ª, 12.

¹¹⁹ Ver Sumario

ser reconocidas las revalorizaciones derivadas de una evolución favorable del valor de mercado del elemento cubierto serán:

a) Cuando no existan dudas de que dicho elemento cubierto será realizado a su precio de mercado. Recordemos que esta es una de las condiciones impuestas por el Borrador del ICAC para que una operación con futuros pueda ser calificada de cobertura¹²⁰.

b) Que el elemento cubierto se corresponda con una inversión financiera de carácter circulante a la que puedan serles de aplicación los criterios de valoración contenidos en las NIC nº 25.

Si esto fuera así, es decir que sea posible reconocer la revalorización del elemento cubierto, resultará que:

- Cuando el importe de *la pérdida devengada por el contrato de futuros sea superior al importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto*, se reconocerá una pérdida por el contrato de futuros hasta el límite del importe de dicha revalorización, debiendo provisionar el resto del importe de la pérdida del contrato de futuros no reconocida.

En este caso *el elemento cubierto figurará valorado a su valor de mercado el cual incorporará el importe de la revalorización. El resultado neto reconocido vendrá determinado*

¹²⁰ Ver Borrador ICAC apartado 3.1. a).

por la diferencia positiva entre el importe de la pérdida total devengada por el contrato y el importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto.

Esto supondrá que estaremos compensando, una parte del importe de la pérdida cierta devengada por el contrato de futuros, con el beneficio potencial derivado de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto.

Ejemplo:

Supuesto un valor registrado a 1.000 u.m. se formaliza un contrato de futuros por un valor total de 1.000 u.m.

Al cierre del ejercicio los valores de mercado respectivos son:

- Valor de mercado del elemento cubierto	1.100 u.m.
- Valor de mercado del contrato	1.200 u.m.

Así pues se registraría:

- Revalorización producida en el elemento cubierto: $1.100 - 1.000 = 100$
- Pérdida por el contrato de futuros: $1.200 - 1.000 = 200$

De acuerdo con la regla simetría reconoceríamos en resultados:

Pérdida por el contrato de futuros	100 u.m. (Pérdida cierta)
---	----------------------------------

Revalorización elemento cubierto**(100) u.m. (Beneficio potencial)**

Resultado por operación cobertura 0

Provisión pérdida contrato futuros**100 u.m.****Resultado total neto reconocido****100**

El elemento cubierto figurará por tanto valorado a:

$$1.000 + 100 = 1.100 \text{ u.m.}$$

incluyendo por tanto el importe de 100 u.m. correspondiente a la revalorización.

- Cuando el importe de *la pérdida devengada por el contrato de futuros sea inferior al importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto* se reconocerá el importe total de la pérdida devengada por el contrato de futuros que se verá compensada con una parte del importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto. El exceso de dicha revalorización no reconocido se registraría en una cuenta de balance como ingreso a compensar con pérdidas posteriores devengadas por el contrato o hasta la realización del elemento cubierto.

En este caso *el elemento cubierto figurará valorado al valor de mercado del contrato de futuros y que será un valor superior a aquel al cual se encontraba registrado el elemento cubierto pero inferior a su valor de mercado. El resultado neto reconocido en resultados será igual a cero.*

En este caso estaremos compensando, el importe total de una pérdida cierta devengada por el contrato de futuros, con una parte del beneficio potencial derivado de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto.

Estas conclusiones son las mismas a las que llegábamos una vez analizada la aplicación del criterio de ajuste del valor elemento cubierto ¹²¹.

Ejemplo:

Supuesto un valor registrado a 1.000 u.m. se formaliza un contrato de futuros por un valor total de 1.000 u.m.

Al cierre del ejercicio los valores de mercado respectivos son:

- Valor de mercado del elemento cubierto	1.200 u.m.
- Valor de mercado del contrato	1.100 u.m.

Así pues se registraría:

- Revalorización producida en el elemento cubierto: $1.200 - 1.000 = 200$
- Pérdida por el contrato de futuros: $1.100 - 1.000 = 100$

De acuerdo con la regla simetría reconoceríamos en resultados:

¹²¹ Ver páginas anteriores. Apartado 4.3.1.2 Supuesto 2º b).

Pérdida por el contrato de futuros	100 u.m.
Revalorización elemento cubierto	(100) u.m.
	<hr/>
Resultado neto registrado	0

El exceso de 100 u.m. correspondiente a la revalorización no reconocida, sería registrado en cuenta de balance.

De esta forma el elemento cubierto figurará valorado a 1.100 u.m. Es decir, al valor de mercado del contrato de futuros lo cual supone reportarlo a un valor superior al valor al cual se encontraba registrado pero inferior a su valor vigente en el mercado.

En conclusión:

La aplicación del criterio de simetría a una operación de futuros que haya sido calificada de cobertura, *nos permite reconocer en la cuenta de resultados, al cierre del ejercicio, los cambios positivos o negativos producidos en el valor de mercado del contrato hasta el límite de la pérdida o revalorización que, a dicha fecha, deba ser reconocida por el elemento u operación cubierta.* Así pues, sólo serán reconocidas en cuenta de resultados el importe de las pérdidas derivadas del elemento u operación cubierta, o devengadas por el contrato de futuros, que no hayan podido ser compensados.

Siendo así, la aplicación de este criterio tendrá un efecto distinto en la presentación de los estados financieros, establecidos al cierre del ejercicio, dependiendo del signo del cambio en el valor de mercado del contrato de futuros.

En el caso de que al cierre del ejercicio, el resultado devengado por el contrato de futuros sea positivo, resultará que: siempre y en cualquier caso, el elemento u operación cubierto figurará en los estados financieros valorado a su valor vigente en el mercado a dicha fecha.

El resultado que en este caso será reconocido en la cuenta de resultados vendrá determinado por la diferencia entre: el importe de la pérdida total que deba ser reconocida por el elemento u operación cubierta y el importe del beneficio a reconocer por el contrato de futuros el cual nunca podrá exceder al importe de la pérdida reconocida.

Sin embargo, *cuando el resultado devengado al cierre del ejercicio por el contrato de futuros sea negativo* (lo cual sucederá cuando no se cumplan las expectativas que motivaron la formalización del contrato de cobertura) *resultará que:* el elemento u operación cubierta figurará en los estados financieros valorado: a su valor de mercado vigente a la fecha de cierre, el cual estará incorporando el importe de la revalorización considerada, o en determinadas circunstancias, al valor vigente en el mercado del contrato de futuros, el cual, en cualquier caso será un valor superior al coste de adquisición, al cual se registró el elemento u operación cubierta.

El resultado reconocido en resultados en este caso vendrá determinado por la diferencia entre: el importe de la pérdida total devengada a la fecha de cierre por el contrato de futuros y el importe de la revalorización considerada por el cubierto el cual nunca podrá exceder al importe de la pérdida reconocida.

Conviene resaltar que, en estas circunstancias, el resultado neto reconocido será el resultado de compensar, parcial o totalmente, una pérdida cierta (la devengada por el contrato de futuros) con un beneficio potencial (el que se obtendría por la realización del elemento u operación cubierta).

4.4. Contratos formalizados en cobertura de riesgos derivados de operaciones por realizar

Se trata de aquellos casos en los que la formalización del contrato de futuros tiene por finalidad cubrir los riesgos derivados de una operación pendiente de realizar. Es decir, estarán cubriendo riesgos correspondientes a operaciones futuras.

Hay una diferencia sustancial entre estas operaciones de cobertura de riesgos de operaciones futuras, y las coberturas efectuadas sobre operaciones ya realizadas.

En el caso de coberturas sobre operaciones ya realizadas es evidente que la finalidad de la operación será cubrir los riesgos derivados de posibles variaciones desfavorables en el valor de partidas registradas en el balance. Por el contrario, las operaciones de cobertura asociadas a operaciones pendientes de realizar, podrán tener como finalidad:

a) Asegurar el coste de adquisición de un *bien de activo* que esté expuesto a una variación de su precio o del tipo de cambio.

En este caso habría que considerar que la operación de cobertura no debería ser calificada como de cobertura de un riesgo de pérdida, sino más bien como una operación de aseguramiento de un precio de compra.

b) Cubrir la posible pérdida derivada de *una variación en el coste o precio de venta de un producto que forme parte del proceso productivo o comercial de la empresa.*

También podrá cubrir las posibles pérdidas derivadas de una variación desfavorable de sus costes o rendimientos financieros como consecuencia de una variación en los tipos de interés del mercado.

En estos casos la operación de cobertura lo que estará realmente cubriendo será el mantenimiento de un margen previsto o, como lo califica el Borrador de la FASB, un flujo futuro de caja.

Por ello, su tratamiento desde una perspectiva contable deberá ser distinto al que corresponde a las operaciones de futuros en cobertura de operaciones ya realizadas.

Los criterios aplicables al registro de los resultados devengados por una operación de futuros cuya finalidad sea la cobertura de los riesgos derivados de una operación por realizar podemos clasificarlos básicamente en dos:

a) Los criterios propuestos por el Borrador del ICAC, cuya aplicación dependerá del mercado en el cual la operación de futuro ha sido formalizada:

- *Para aquellas operaciones de futuros formalizadas en mercados organizados,*¹²² el criterio propuesto consiste, en acumular en cuentas de gastos o ingresos a distribuir, el importe de las diferencias de cotización positivas o negativas devengadas por el contrato de futuros hasta que se realice la transacción cubierta, momento en el cual dichos importes acumulados se registraron ajustando el valor del elemento u operación cubierta.

¹²² Ver Borrador del ICAC apartado 4.5.3.1.

En el caso de que, *la operación de futuros venza después que la operación cubierta*, las diferencias de cotización que pueda devengar la operación de futuros con posterioridad a la fecha de vencimiento de la transacción cubierta, se registrarán directamente en resultados. Es decir, la transacción cubierta se ajustará solamente en el importe de las diferencias de cotización devengadas por el contrato de futuros hasta el momento en el que dicha transacción cubierta se materialice. Los resultados devengados por la operación de cobertura con posterioridad al vencimiento de la operación cubierta se considerarán como resultados de una operación especulativa ya que, a partir de dicho momento, ya no existirá un elemento u operación que cubrir asociados a la operación de cobertura.

Por el contrario, *si la operación de futuros vence antes que la operación cubierta*, las diferencias de cotización, devengadas hasta el momento del vencimiento de la operación cubierta, se mantendrán en cuentas de gastos o ingresos a distribuir hasta que la operación cubierta se materialice.

- *Para las operaciones de futuros formalizadas en mercados no organizados*,¹²³ las diferencias de cotización se registrarán en el momento de la cancelación de las respectivas operaciones.

En el caso de que dicha operación de futuros, formalizada en un mercado no organizado, esté ligada a adquisiciones posteriores de activos o de divisas y al cierre del ejercicio resulte que el precio pactado en el contrato sea superior al precio de mercado del activo comprometido, se reconocerá la pérdida potencial, salvo que existan posibilidades razonables de recuperar el precio pactado.

¹²³ Ver Borrador del ICAC apartado 4.5.3.2.

Si vencida la operación de futuros no se hubiese realizado la operación cubierta pero existen indicios razonables de que dicha operación va a realizarse en el futuro, las diferencias de cotización se mantendrán en gastos o ingresos a distribuir hasta que se materialice la operación cubierta.

b) El criterio de simetría propuesto para estas operaciones por el Borrador de la FASB, a las que califica específicamente de "*cobertura de flujos de caja*"¹²⁴ y que consiste en registrar en fondos propios los cambios de valor en el instrumento de cobertura en el momento en que se producen y reconocidos en resultados en la misma medida en que se reconozcan los resultados derivados de la operación cubierta ¹²⁵.

Sobre la aplicación de este criterio conviene resaltar que, el Borrador de la FASB especifica ¹²⁶ que las pérdidas reconocidas por la operación cubierta, compensables con los beneficios devengados por la operación de cobertura, deberán ser siempre importes correspondientes a la pérdida que inicialmente se trataba de cubrir. Esto significa que no podrán ser compensados otros quebrantos que puedan producirse asociados a la operación cubierta. Cita como ejemplo los gastos producidos como consecuencia de prepagos o los relativos a costes de reconducción de la cobertura.

Veamos cual será el efecto al cierre del ejercicio, derivado de la aplicación de ambos criterios.

¹²⁴ Ver Borrador de la FASB junio de 1996 apartado 20.

¹²⁵ Ver Borrador de la FASB Junio de 1996 apartado 27.

¹²⁶ Ver conclusiones de Mayo de 1997 al Borrador de junio 1996.

4.4.1. Consecuencias derivadas de la aplicación del criterio de ajuste

4.4.1.1 Cuando al cierre del ejercicio no hayan vencido ni la operación cubierta ni la operación de cobertura.

Es evidente que si al cierre del ejercicio no ha sido aún materializada la operación cubierta, difícilmente podrá ser reconocido resultado alguno por ella.

Ahora bien, en cuanto a la operación de futuros vigente a dicha fecha, hemos de tener en cuenta que dicha operación se corresponde con un acuerdo del cual se derivan derechos u obligaciones. Por tanto, dicha operación podrá devengar un beneficio o una pérdida potencial.

En el caso de que la operación de futuros devengara al cierre del ejercicio un beneficio, éste podrá o no ser registrado dependiendo de que dicho beneficio sea o no calificado como un beneficio realizado. Por el contrario, si la operación de futuros devenga una pérdida, ésta debería ser provisionada en aplicación del principio de prudencia.

Sin embargo, las propuestas del Borrador del ICAC relativas a estas operaciones no contemplan esta posibilidad. Es más, si nos atenemos a las normas propuestas,¹²⁷ hemos de entender que las posibles diferencias negativas de cotización devengadas al cierre de la operación de futuros, deberán ser registradas en cuentas de gastos a distribuir hasta que la operación cubierta sea materializada, momento en el cual el valor del elemento u operación cubierta sería ajustado en dicho importe. Esto supondrá que una pérdida conocida permanecería activada al cierre del ejercicio como un gasto a distribuir.

¹²⁷ Ver Borrador del ICAC apartado 4.5.3.1 y 4.5.3.2.

En resumen: Cuando a la fecha de cierre no haya vencido la operación cubierta ni la operación de cobertura, la aplicación del criterio de ajuste supone que *el resultado negativo devengado a dicha fecha por la operación de futuros permanecerá activado hasta el momento en el cual la operación cubierta sea materializada.*

4.4.1.2 Cuando al cierre del ejercicio se haya materializado la operación cubierta y no haya vencido la operación de cobertura.

Si en estas circunstancias aplicamos el criterio de ajuste, tal y como propone el Borrador del ICAC *para aquellas operaciones de futuros formalizadas en un mercado organizado* ¹²⁸ resultará que: la transacción cubierta, una vez registrada, deberá ser ajustada en el importe de las diferencias de cotización, positivas o negativas, que haya devengado hasta ese momento la operación de futuros. Las posibles diferencias de cotización que se produzcan en un momento posterior, se registrarán directamente en resultados.

Ahora bien, dependiendo de la naturaleza de la operación cubierta, podemos contemplar dos casos:

- Que la operación cubierta corresponda a la adquisición de un bien de activo o al reconocimiento de un pasivo. En esta circunstancia los efectos derivados de la aplicación del criterio de ajuste serán, en cualquier caso, los mismos que los analizados cuando se trata de la cobertura de una operación ya registrada ¹²⁹.

¹²⁸ Ver Borrador del ICAC apartado 4.5.3.1 párrafo 4º.

¹²⁹ Sobre esta cuestión ver páginas anteriores apartado 4.3.1 relativo al efecto derivado de la aplicación del criterio de ajuste.

- Que la operación cubierta corresponda a una transacción de compra o venta o al reconocimiento de un gasto o ingreso.

En este caso el ajuste a realizar dependerá del resultado devengado al cierre del ejercicio por la operación de cobertura.

Así cuando el resultado devengado por la operación de futuros se corresponda con una diferencia de cotización positiva o beneficio, la transacción cubierta será registrada:

* Si se trata de una operación de compra o gasto, dicha operación será registrada por un coste igual a:

$$\text{Precio de compra o gasto} = N \text{ Pm} - (N' \text{ P'm} - N' \text{ Pc})$$

* Si se trata de una operación de venta o ingreso, la operación será registrada por un valor igual a:

$$\text{Valor de realización o ingreso} = N \text{ Pm} + (N' \text{ Pc} - N' \text{ P'm})$$

Donde

N Pm = valor de compra o venta en el mercado de la transacción cubierta

N' P'm = valor de mercado del activo comprometido en el contrato

N' Pc = valor fijado en el contrato para el activo comprometido

N' P'm - N' Pc = resultado devengado por la operación de futuros

De las formulas anteriores se desprende que: en el caso de que al vencimiento de la transacción cubierta se cumpla que el valor de mercado (**N' P'm**) correspondiente al activo comprometido en el contrato es coincidente con el valor de mercado correspondiente a la transacción cubierta (**N Pm**). Esto es, cuando:

$$\mathbf{N' P'm = N Pm}$$

resultará que, en cualquier caso, el valor registrado por la transacción cubierta será el que corresponde al valor (**N' Pc**) fijado en el contrato.

Registrar la transacción cubierta al valor (**N Pc**) fijado en el contrato para el activo comprometido, podría considerarse razonable si se tiene en cuenta que dicho valor se corresponde con el valor de compra o venta fijado en el contrato para dicho activo y por tanto podría ser asimilado al coste de adquisición o al valor de realización de la operación cubierta.

Sin embargo, cuando dicha condición no se cumple, el coste de adquisición o valor de realización de la transacción cubierta, se verán modificados en el importe de la diferencia existente entre: la variación del valor de mercado de la transacción cubierta y la variación del valor de mercado del activo comprometido en la operación de cobertura. O lo que es lo mismo en el importe de la diferencia entre el valor de mercado (**N Pm**) correspondiente a la operación cubierta y el valor de mercado (**N' P'm**) correspondiente al activo comprometido en el contrato de futuros.

En el caso de que la transacción cubierta se corresponda con una operación de venta el problema puede ser soslayable ya que el importe ajustado podrá considerarse

como un mayor ingreso. Sin embargo, en el caso de que la transacción cubierta corresponda a una operación de compra, conviene preguntarse si el precio de compra registrado se corresponde realmente con el coste de adquisición del producto adquirido ya que hay que tener en cuenta que dicho coste se ve modificado en el importe del resultado producido por una transacción de naturaleza distinta, como es la operación de futuros.

En este sentido, hay también que considerar que, si el elemento así adquirido permanece al cierre del ejercicio formando parte de las existencias, el coste de adquisición al que dicho producto figurará valorado no cumplirá los requisitos exigidos a tal fin por las normas de valoración contenidas en el P.G.C.¹³⁰.

En cualquier caso lo que es evidente es que, en estas circunstancias, la operación de cobertura no estará cubriendo un riesgo de pérdida derivado de una diferencia de valores, sino que realmente lo que estará es asegurando un valor de compra o de realización.

En el caso de que el resultado devengado por la operación de futuros se corresponda con una pérdida, entonces tendremos que el valor de realización o ingreso, o en su caso el precio de compra o gasto, vendrán determinados por:

$$\text{Valor de realización o ingreso} = N \text{ Pm} - (N' \text{ P'm} - N' \text{ Pc})$$

Es decir, el valor de realización o ingreso se verá reducido en el importe de la pérdida $(N' \text{ P'm} - N' \text{ Pc})$ producida por el contrato de futuros, con lo cual la pérdida se verá materializada.

¹³⁰ Sobre este particular ver norma 13ª de valoración del P.G.C.

Sin embargo, en el caso de una operación de compra, el coste vendrá determinado por:

$$\text{Valor de compra} = N \text{ Pm} + (N' \text{ Pc} - N' \text{ P'm})$$

Es decir, el valor de compra se verá aumentado en el importe de la pérdida ($N' \text{ Pc} - N' \text{ P'm}$) devengado por el contrato de futuros.

Si se cumple que $N \text{ Pm} = N' \text{ P'm}$ resultará que el valor de compra coincidirá con el valor fijado en el contrato $N' \text{ Pc}$, o lo que es lo mismo se corresponderá con el valor previsto de compra. Ahora bien, si dicha igualdad no se cumple y resulta que:

- el valor de mercado del elemento cubierto ($N \text{ Pm}$) es superior al valor de mercado del activo comprometido en el contrato ($N' \text{ P'm}$).

- y además, al cierre del ejercicio, el elemento adquirido se mantiene en el activo o en las existencias de la empresa, resultará que:

El importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros permanecerá activada formando parte del valor de las existencias.

En resumen: Cuando al cierre del ejercicio haya vencido la transacción cubierta y por el contrario no haya vencido la operación de cobertura, la aplicación del criterio de ajuste supone:

a) En el caso de la transacción cubierta corresponda a la adquisición de un activo o reconocimiento de un pasivo, las consecuencias son las mismas que cuando se trata de cubrir una operación ya registrada.¹³¹

b) En el caso de que la transacción cubierta corresponda a una operación registrable en la cuenta de resultados, el beneficio o pérdida devengado por la operación de cobertura quedará incorporado al valor de la transacción cubierta.

Esto no supondrá un problema cuando la transacción cubierta se corresponda con un ingreso ya que, en este caso, el resultado de la operación cubierta y el resultado de la cobertura serán reconocidos en la cuenta de resultados de forma simultánea.

Ejemplo: Caso de una operación de venta

Supongamos una empresa que tiene comprometida la venta de un determinado elemento, en una fecha prefijada, al precio vigente en el mercado de dicho elemento en la fecha del vencimiento de la operación.

Para cubrirse de una posible variación desfavorable del precio de dicho elemento, formaliza una operación de futuros de venta.

El precio de venga del elemento correspondiente al margen deseado, es de 150 u.m. Por tanto, el precio de venta fijado para el activo comprometido en el contrato de futuros es de 150 u.m.

¹³¹ Sobre este particular ver en páginas anteriores las conclusiones de los apartados 4.3.1.1 y 4.3.2.1).

Llegado el vencimiento de la operación, el precio de mercado del elemento a vender es de 140 u.m.

Así pues, la empresa registrará una facturación real por un valor de 140 u.m. lo que supone una pérdida del margen previsto en 10 u.m.

La operación de futuros, que tiene un vencimiento posterior a la operación de venta, liquida en ese momento un beneficio de:

Precio pactado	150 u.m.
Precio mercado del subyacente	140 u.m.
Beneficio liquidado	10 u.m.

Realizado el ajuste de la cifra de facturación en el importe de 10 u.m., correspondiente a la diferencia de cotización positiva liquidada por la operación de futuros, la cifra de venta finalmente registrada se corresponde con la cifra de ventas prevista inicialmente por la empresa.

Como vemos, la cuenta de resultados recogerá simultáneamente la pérdida registrada en la venta, igual a 10 u.m. así como el resultado positivo de 10 u.m. liquidado por la operación de futuros.

Sin embargo, cuando la transacción cubierta se corresponde con una operación de compra, el resultado derivado de la transacción cubierta no se materializará hasta el momento en el cual el elemento adquirido sea enajenado o corregido el valor de compra registrado.

Esto supone que; si el valor de mercado del elemento adquirido es coincidente con el valor de mercado del elemento comprometido en el contrato, el valor de compra registrado será el que corresponde al precio pactado en el contrato de futuros.

Por el contrario, si el valor de mercado del elemento adquirido es superior al valor de mercado del elemento comprometido en el contrato. Siendo así, en el caso de que el resultado liquidado por la operación de futuros sea una pérdida, el importe de dicha pérdida no será reconocido en resultados y permanecerá activado formando parte del valor de las existencias.

Ejemplo: Caso de una operación de compra

Supongamos una empresa que tiene comprometida la venta, en una fecha posterior, de un elemento determinado a un valor de 150 u.m. Para atender a dicha venta deberá efectuar aprovisionamientos por valor de 100 u.m.

Para asegurar el coste de dicho aprovisionamiento decide formalizar una operación de futuros de compra fijando un precio para el subyacente de 100 u.m.

Al momento de realizar la operación de compra el precio de mercado del elemento adquirido es de 100 u.m. Sin embargo, el valor de mercado del subyacente es de 95 u.m.

Así pues, la operación de futuros registra una diferencia negativa de:

$$100 - 95 = 5 \text{ u.m.}$$

Por otra parte, el valor de compra registrado por el elemento adquirido será de:

100 u.m.

Si efectuamos el ajuste del elemento adquirido en el importe de la diferencia liquidada por el contrato, tendremos que el coste registrado será de:

$100 + 5 = 105 \text{ u.m.}$

Si al cierre del ejercicio, el elemento adquirido permanece en existencias, resultará que el efecto en cuenta de resultados será igual a cero, quedando incorporado al valor de las existencias el importe de 5 u.m. correspondiente a la pérdida registrada en la operación de futuros.

Si la operación de futuros hubiera sido formalizada en un mercado no organizado¹³² hemos de entender que, al no aceptarse la existencia de diferencias de cotización, la operación cubierta no podrá ser ajustada hasta el momento en el cual se hayan determinado los resultados derivados de la operación de cobertura. Es decir, hasta que no venza la operación de futuros. Por tanto, para que la operación de futuros cumpla su finalidad de cobertura será necesario que su vencimiento sea coincidente con el de la operación cubierta.

¹³² Ver Borrador del ICAC apartado 4.5.3.2.

4.4.1.3 Cuando al cierre del ejercicio haya vencido la operación de cobertura pero no la transacción cubierta.

De acuerdo con las propuestas del Borrador del ICAC ¹³³ las diferencias de cotización liquidadas por la operación de futuros con anterioridad a la realización de la transacción cubierta, se acumularán en cuentas de gastos o ingresos a distribuir hasta que se materialice dicha transacción cubierta en momento en el cual dichas diferencias se registrarán ajustando el importe de la transacción cubierta.

En aquellos casos en los que las *diferencias liquidadas por la operación de futuros correspondan a un beneficio*, la aplicación del criterio de ajuste no supondrá ningún problema. El hecho de registrar como un ingreso a distribuir dicho importe significará estar aplicando el criterio de correlación de ingresos y gastos, lo cual puede ser coherente si estamos asociando dicho ingreso a la pérdida esperada por la transacción cubierta. No obstante, la aplicación de este criterio podría ser discutible en el sentido de que la pérdida esperada por la transacción cubierta no puede asimilarse a un gasto realizado para la obtención del ingreso, tal como exige el principio de correlación de ingresos y gastos ¹³⁴.

Sin embargo, *cuando las diferencias liquidadas por la operación de futuros se correspondan con una pérdida*, resultará que, si llegado el cierre del ejercicio la transacción cubierta no se hubiera materializado, el importe de dicha pérdida no sería reconocido en resultados permaneciendo activado en cuentas de gastos a distribuir, lo cual nos llevaría a colisionar con el principio de prudencia.

¹³³ Ver Borrador del ICAC apartado 4.5.3.1 párrafo 5°.

¹³⁴ Ver principio de correlación de ingresos y gastos. Principios contables del P.G.C.

4.4.2 Consecuencias derivadas de la aplicación del criterio de simetría

La aplicación del criterio de simetría nos exige que los resultados derivados de la operación de futuros deberán ser reconocidos en la misma medida que los resultados reconocidos por la transacción cubierta ¹³⁵.

Esto significa que, los efectos de la aplicación de dicho criterio no dependerá ya tanto del hecho de que la transacción cubierta haya sido o no registrada, sino dependerá de que hayan sido o no registrados los resultados derivados de la transacción cubierta.

Así pues, cuando la operación de cobertura devengue al cierre del ejercicio un beneficio, dicho importe no podrá ser reconocido hasta tanto no se materialice la pérdida que inicialmente se pretendía cubrir correspondiente a la transacción cubierta.

Siendo así, en el caso de que la transacción cubierta corresponda al reconocimiento de un activo o pasivo, los resultados devengados por la operación de cobertura no podrán ser registrados hasta el momento en que sean reconocidos en la cuenta de resultados las pérdidas registradas por la realización de dichos activos o pasivos, o bien sean efectuadas las correcciones de valor que corresponda realizar por ellos.

Singularmente importante es el caso en el que la transacción cubierta se corresponda con una operación de compra de un elemento destinado al proceso productivo o comercial. En estas circunstancias, el beneficio registrado por la operación de cobertura

¹³⁵ Ver páginas anteriores al apartado 4.3.2 relativo a los efectos derivados de la aplicación del criterio de simetría a operaciones ya realizadas.

no podrá ser registrado hasta que dicho elemento sea enajenado y se materialice la pérdida, o hayan sido efectuadas las correcciones de valor que puedan corresponder.

Únicamente cuando la transacción cubierta corresponda a un ingreso, el menor importe registrado o el menor margen obtenido en la operación, supondrá la materialización de la pérdida y por tanto justificará el reconocimiento del beneficio de la operación de cobertura.

En cualquier caso, y atendiendo a las exigencias para la aplicación del criterio de simetría, el importe del beneficio registrado por la operación de cobertura no podrá exceder del importe correspondiente a la pérdida reconocida por la transacción cubierta.

Esto querrá decir que, si la operación de cobertura supera en el tiempo a la operación cubierta, los resultados positivos posteriormente devengados por la cobertura se registrarán directamente en resultados.

No obstante, si al cierre del ejercicio no procediera el registro del beneficio devengado por la operación de cobertura dicha circunstancia no será importante ya que, el hecho de no reconocer dicho beneficio no afectará a la imagen de los estados financieros en la medida que tampoco será reconocida una pérdida.

Luego en este caso, la aplicación del criterio de simetría tendrá un efecto neutro tanto para el coberturista como desde el punto de vista de la aplicación de los principios contables.

Como vemos el reconocimiento del resultado positivo devengado al cierre del ejercicio por la operación de cobertura no dependerá de que la transacción cubierta se haya materializado sino del hecho de que sean reconocidos en cuenta de resultados las pérdidas derivadas de la transacción cubierta que se pretende cubrir con la cobertura.

Ahora bien, las dudas se plantean, en aquellos casos en los cuales al cierre del ejercicio *la operación de futuros devengue una pérdida*.

Siguiendo las condiciones exigidas por la aplicación del criterio de simetría supondrá que, teóricamente, dicho importe no será reconocido hasta que no sea registrado en resultados el beneficio derivado de la transacción cubierta.

Cuando la operación de cobertura supere en el tiempo a la transacción cubierta, el reconocimiento de la pérdida dependerá de que se haya o no materializado el resultado positivo derivado de la transacción cubierta. Sin embargo, en aquellos casos en los cuales no se haya registrado aún la transacción cubierta se plantea la duda de cual debe ser el tratamiento que debemos darles a la pérdida devengada al cierre por la operación de cobertura.

Es lógico pensar que dicha pérdida deberá ser siempre registrada o en su defecto provisionada ya que de lo contrario estaremos colisionando con la aplicación del principio de prudencia.

En resumen: la aplicación del criterio de simetría al reconocimiento de los resultados devengados al cierre del ejercicio por una operación de cobertura destinada a cubrir los riesgos derivados de una transacción pendiente de registrar supone que: de acuerdo a las

condiciones exigidas para la aplicación de dicho criterio, el reconocimiento de los resultados devengados por la operación de cobertura no dependerá del hecho de que la transacción cubierta sea registrada, sino de que sean reconocidos en la cuenta de resultados las pérdidas o beneficios producidos por dicha transacción cubierta.

Así pues, con independencia de que al cierre del ejercicio haya sido o no registrada la transacción cubierta resultará que:

- El beneficio devengado a dicha por la operación de cobertura será reconocido en la cuenta de resultados por un importe igual al importe de la pérdida reconocida en ese momento por la transacción cubierta.*
- Por el contrario, en el caso de que la operación de cobertura devengue una pérdida, dicho importe deberá ser al menos provisionado aún cuando no haya sido reconocido el beneficio derivado de la transacción cubierta. De no hacerlo así estaríamos colisionando con el principio de prudencia.*

5.- CONCLUSIONES

Creo que todos estaremos de acuerdo en que un contrato de futuros, cualesquiera que sean sus características, su finalidad, o el mercado en el cual ha sido formalizado, es una operación independiente a través de la cual las partes intervinientes se obligan a comprar o vender un activo determinado, objeto del contrato, en una fecha futura y a un precio prefijado.

Se trata por tanto de un contrato del cual nacen derechos y obligaciones para las partes y que puede producir un resultado que dependerá de la evolución del precio vigente en el mercado del activo comprometido a la fecha del vencimiento o cancelación de dicho contrato.

Siendo así, estas operaciones estarán sujetas al cumplimiento de las obligaciones registrales o informativas, y al cumplimiento de los principios contables, que se exigen para cualquier otra transacción económico financiera realizada por una empresa.

Con independencia de la discusión planteada en cuanto al registro en el sistema contable principal del nominal del contrato de futuros¹, estas circunstancias están reconocidas por cualquiera de las normas actualmente vigentes relativas a la contabilización y registro de los resultados derivados de las operaciones de futuros, **pero únicamente cuando dichas operaciones son calificadas de especulativas** es decir, cuando formalizada una operación de futuros los resultados que de dicha operación puedan derivarse tienen

¹ El Prof. A. Larriba Díaz-Zorita considera que en el supuesto general estos contratos no serán objeto de registro en el sistema contable principal. En el caso de ser registrados mediante asientos de orden se realizarán al valor del activo contratado que se mantendrán inamovible tanto si se trata de un contrato especulativo como de cobertura. Contabilización de operaciones de futuro y opciones. Partida Doble nº 58, pág. 8, Julio 1995.

como única finalidad la obtención de un beneficio o también cuando dicho resultado no puede ser inequívocamente asociado a la compensación de las pérdidas esperadas por una transacción u operación, realizada o por realizar, que haya sido previamente identificada.

Sin embargo, si bien todas las normativas actualmente vigentes están de acuerdo en que a una operación de futuros calificada de especulativa le deben ser aplicados al cierre del ejercicio el principio de prudencia respecto a que en dicha fecha deberán ser reconocidas las pérdidas conocidas y los beneficios cuando estos puedan ser considerados como realizados, **las discrepancias aparecen cuando la operación de futuros pueda ser calificada como de cobertura**. Es decir, cuando la finalidad de la operación es que, el beneficio producido por el contrato de futuros compense la pérdida esperada derivada de una transacción ya registrada o pendiente de realizar.

El reconocimiento al cierre del ejercicio de los resultados devengados a dicha fecha por un contrato calificado de cobertura nos lleva a la necesidad de conciliar dos posiciones *contrapuestas*. Una, es la posición de la doctrina contable que exigirá la aplicación del principio de prudencia en cuanto que, por una parte, obligará a reconocer la pérdida conocida al cierre del ejercicio derivada del elemento u operación cubierta y, por otra parte, limitará el reconocimiento del beneficio devengado por el contrato sólo a aquellos casos en los que dicho beneficio pueda ser considerado como realizado².

La otra posición a conciliar es la de la empresa que formaliza el contrato de futuros, la cual, está más interesada en no reconocer la pérdida registrable por la transacción

² En base al principio de prudencia se reconocerán las pérdidas latentes pero no los beneficios potenciales A. Larriba Díaz-Zorita. Partida Doble nº 92 Septiembre 1998. "Los nuevos instrumentos financieros, análisis contable".

cubierta que en el hecho de que el beneficio devengado al cierre por el contrato de futuros le sea aceptado como un beneficio realizado.

En este sentido, hay dos criterios aplicables al reconocimiento de los resultados devengados al cierre del ejercicio por un contrato de futuros calificado como de cobertura. Son los que podemos denominar como **criterio de ajuste y el criterio de simetría**.

Ambos criterios están basados en la aceptación de compensar, al cierre del ejercicio, el importe de la pérdida registrable por la transacción cubierta con los beneficios devengados a dicha fecha por el contrato de futuros. Sin embargo, conviene matizar que los principios contables que rigen dichos criterios son diferentes.

El *criterio de ajuste*, que es el *propuesto por el ICAC³*, y que con carácter general consiste en ajustar el valor del elemento o transacción cubierta en el importe del resultado producido por el contrato de futuros comparando el valor así ajustado del elemento cubierto con su valor vigente en el mercado, a efectos de la aplicación de las normas de valoración contenidas en el P.G.C. es en cuanto a su aplicación matemáticamente equivalente al reconocimiento por compensación de los resultados derivados del elemento cubierto y del contrato de futuros. Veamos: Representando matemáticamente la definición del criterio de ajuste, tendremos:

$$R = [N Pa - (N' Pc - N' P'm)] - N Pm \quad (1)$$

Donde:

R = resultado reconocido en resultados al cierre del ejercicio

N Pa = Valor al cual se encuentra registrada la transacción cubierta

³ También el artículo 6 del FASB 80 establece que "un cambio en el valor de mercado de un contrato de futuros que se califique como de cobertura de un activo o pasivo existente, se reconocerá como un ajuste del valor contable de la partida cubierta.

$(N' P_c - N' P'_m)$ = Resultado positivo producido al cierre por el contrato de futuros

$N P_m$ = Valor vigente en el mercado de la transacción cubierta

Ahora bien, transponiendo los términos (1) también puede ser expresada de la siguiente forma:

$$R = (N P_a - N P_m) - (N' P_c - N' P'_m)$$

es decir, el resultado derivado del ajuste es el mismo que el que resultaría de compensar el importe de la pérdida **$(N P_a - N P_m)$** registrable por la transacción cubierta, con el importe del beneficio **$(N' P_c - N' P'_m)$** producido por el contrato de futuros.

Siendo así, será necesario para la aplicación del criterio de ajuste, exigir que el beneficio producido por el contrato de futuros corresponda a un beneficio realizado. Esta es la razón por la cual las normas contenidas en el Borrador del ICAC clasifica las operaciones de futuros en dos grupos a efectos de su contabilización:

- Las operaciones formalizadas en mercados organizados (operaciones genuinas) cuyo beneficio puede ser considerado como materializado en cualquier momento como consecuencia de las liquidaciones diarias practicadas en dichos mercados y,
- Las operaciones formalizadas en mercados no organizados (operaciones no genuinas) cuyo resultado no se materializa hasta el momento de la cancelación o vencimiento de la operación de futuros.

Por tanto, podemos decir que el criterio de ajuste está basado en la aplicación del principio de prudencia. Sin embargo, cabe preguntarse si la aplicación de las normas de contabilización contenidas en dicho Borrador tienen en cuenta el principio de prudencia en

aquellos casos en los cuales el contrato de futuros devenga al cierre del ejercicio una pérdida⁴.

Por otra parte, conviene aprovechar este momento para hacer una reflexión sobre el concepto de beneficio realizado. El principio de prudencia exige que los beneficios registrados deberán corresponder a beneficios realizados sin embargo, no existe una definición sobre que debemos entender como beneficio realizado. La carencia de esta definición nos lleva necesariamente a considerar que el beneficio realizado debe ser asimilado a beneficios materializados, o lo que es lo mismo cobrados, lo cual en la práctica habitual no es exactamente así ya que generalmente los ingresos registrados por las empresas en su cuenta de explotación no siempre se corresponden con ingresos ya materializados⁵.

Por su parte el criterio de simetría, tal como lo propone la FASB, y que consiste en reconocer en resultados los beneficios devengados por el contrato de futuros sólo hasta el límite del importe de la pérdida reconocida por la transacción cubierta, lo que viene a decir que, de alguna manera, está basado en la aplicación del principio de correlación de ingresos y gastos en la medida que no nos permite reconocer el ingreso sino va acompañado del reconocimiento de la pérdida. Esta circunstancia que puede ser aceptada desde el punto de vista de la aplicación del principio de prudencia ya que limita el libre reconocimiento de los ingresos, no lo es tanto desde la perspectiva del principio de correlación de ingresos y gastos ya que no puede asimilarse el importe de la pérdida

⁴ Sobre este particular ver las conclusiones establecidas en la pág. 336 de este trabajo.

⁵ Sobre este particular puede verse el argumento establecido en la pág. 242 de este trabajo.

reconocida por la transacción cubierta como un gasto para la obtención del ingreso registrado, tal como exige dicho principio.^{6 b)}

No obstante, y a pesar de que los criterios de ajuste y de simetría puedan estar apoyados en la aplicación de los criterios de prudencia y correlación de ingresos y gastos respectivamente, el análisis de los efectos derivados de la aplicación de ambos criterios nos lleva a la conclusión de que, el registro de los resultados de los contratos de futuros de acuerdo con dichos criterios puede, en determinadas circunstancias, distorsionar la imagen de los estados financieros.

5.1. Efectos contables derivados de la aplicación del criterio de ajuste

Los efectos contables pueden ser muy distintos dependiendo del resultado devengado al cierre del ejercicio por el contrato de futuros.

Así, en el caso de que el contrato de futuros devengue al cierre del ejercicio un beneficio, resultará que:

- Cuando el importe de la pérdida a registrar por el elemento u operación cubierta es igual al beneficio devengado por la operación de futuros, si ajustamos el valor del elemento u operación cubierta en el importe del resultado producido por el contrato de futuros supone que, en cualquier caso, dicho elemento u operación cubierta, **figurará registrado y valorado en los estados financieros, al cierre del ejercicio, a su valor de mercado.**

6 b)

Respecto a la aplicación del criterio de simetría el prof. J.L. Cea manifiesta que: no cabría tampoco propugnar la postura asimétrica de imputar tan sólo las pérdidas graduales de los contratos demorando las ganancias acumuladas hasta la fecha de conclusión del contrato pues tanto unas como otras se encuentran efectivamente materializadas "Análisis contable de los contratos de futuros" J.L.Cea pág 48

En este caso, **el resultado global reconocido por la operación será igual a cero**, produciéndose una cobertura perfecta⁶.

- Cuando el importe de la Pérdida a registrar por el elemento u operación cubierta sea superior al beneficio devengado por el contrato de futuros, podemos contemplar dos circunstancias.

a) Que el valor del elemento u operación cubierta sea coincidente con el valor inicial del contrato.

En este caso, si ajustamos el valor del elemento u operación cubierta en el importe del resultado producido por el contrato de futuros supone que dicho elemento u operación cubierta **figurará registrado en los estados financieros, al cierre del ejercicio, al valor de mercado del contrato de futuros.**

b) Que el valor del elemento u operación cubierta sea distinto al valor inicial del contrato.

En este caso si ajustamos el valor del elemento u operación cubierta en el importe del resultado producido por el contrato de futuros supone que dicho elemento u operación cubierta **podrá figurar registrado en los estados financieros al cierre del ejercicio:**

* En el caso de que el elemento cubierto se corresponda con un activo: **a su coste de adquisición disminuido en el importe del beneficio devengado al cierre del ejercicio por el contrato de futuros.**

⁶ Ver desarrollo de esta conclusión en pág. 258, punto 1º y ejemplos en págs. 260 y 261.

* En el caso de que el elemento cubierto se corresponda con un pasivo: **al valor inicial al que fue registrado aumentado en el importe del beneficio devengado al cierre del ejercicio por el contrato de futuros.**

En ambas circunstancias, **el resultado global reconocido por la operación al cierre del ejercicio será la pérdida determinada: por la diferencia resultante de comparar, el importe de la pérdida que debería reconocerse a dicha fecha por el elemento u operación cubierta, y el importe correspondiente al beneficio devengado por la operación de futuros.**

Dicho resultado se corresponde con el importe necesario para que finalmente el elemento u operación cubierta resulte **valorado, al cierre del ejercicio en los estados financieros a su valor vigente en el mercado o valor exigible⁷.**

- Cuando el importe de la Pérdida a reconocer por elemento u operación cubierta sea inferior al beneficio devengado por la operación de futuros (sea o no coincidente el valor de la operación cubierta con el valor del contrato), será necesario, para no incumplir las normas de valoración, que el importe por el que será ajustado el elemento u operación cubierta, no excederá del importe que debería reconocer, al cierre del ejercicio, por la pérdida en el valor de mercado correspondiente a dicho elemento u operación cubierta. De esta forma, el elemento u operación cubierta, **figurará registrado y valorado en los estados financieros al cierre del ejercicio a su valor vigente en el mercado.**

⁷ Ver desarrollo de esta conclusión en pág. 263 apartado 2º y pág. 279. Ejemplos págs. 277 punto 2º y pág. 291 punto 2º.

El resultado global reconocido por la operación, en este caso, al cierre del ejercicio, será igual a cero.

El importe excedente correspondiente a las diferencias positivas de cotización devengadas al cierre y no ajustado al valor del elemento u operación cubierta, se reconocerá en una cuenta de balance hasta que puedan ser ajustadas o, en su defecto, hasta el momento de la cancelación o liquidación de la operación de futuros⁸.

En definitiva podemos observar que: cuando en una operación de futuros, calificada de cobertura de riesgos, se cumplen las condiciones que motivaron la formalización de dicha operación es decir, que al cierre del ejercicio se manifiesta la necesidad de reconocer una pérdida por el elemento u operación cubierta, y por su parte, la operación de futuros devenga a dicha fecha un beneficio, ajustar el valor del elemento u operación cubierta en el importe de las diferencias de cotización positivas devengadas, a la fecha de cierre por la operación de futuros supondrá.

1º Que el elemento u operación cubierta **figurará siempre registrado** en los estados financieros, al cierre del ejercicio, **a un valor distinto al de su coste de adquisición o valor inicial al cual figuraba registrado**. Esto significará colisionar con el principio del precio de adquisición.

2º Que el **resultado neto global** reconocido en la cuenta de resultados al cierre del ejercicio **vendrá determinado por la diferencia existente, a dicha fecha, entre el importe de la pérdida que debería reconocerse por el elemento u operación cubierta y el beneficio**

8

Ver desarrollo de esta conclusión en pág. 266 y 280 así como ejemplos en pags. 274 y 288

devengado por la operación de futuros salvo cuanto, al cierre del ejercicio, el resultado positivo devengado por la operación de futuros exceda al importe de la pérdida a reconocer en la misma fecha por el elemento u operación cubierta, en cuyo caso el resultado global reconocido en resultados será igual a cero.

Lo cual viene a decirnos que **será indiferente, aplicar el criterio de ajuste o bien, reconocer de forma independiente, las pérdidas a reconocer por el elemento cubierto y los beneficios producidos por el contrato de futuros.** (Con la limitación de que el importe de dicho beneficio reconocido no exceda al importe de las pérdidas registradas por el elemento cubierto y que dicho beneficio pueda ser considerado como realizado).

3° No obstante, **en cualquier caso, el resultado global reconocido al cierre del ejercicio,** determinado por la diferencia entre el valor ajustado del elemento u operación cubierta, en el importe del beneficio devengado por la operación de futuros, y el valor de mercado a dicha fecha del elemento cubierto, **determinará que finalmente el elemento u operación cubierta resulte valorado en los estados financieros a su valor de mercado vigente a la fecha de cierre.**

Ahora bien, es posible que al cierre del ejercicio no se cumplan las expectativas que motivaron la formalización del contrato de futuros. Esto es, que no se produzca la pérdida esperada por el elemento u operación cubierta y por el contrario, el contrato de futuros devengue una pérdida.

Probablemente podrá argumentarse que, cuando se produce esta circunstancia, la empresa que formaliza un contrato de futuros en un mercado organizado, provocará su salida del mercado renunciando a completar el importe de las garantías exigidas de acuerdo

a las pérdidas producidas, limitando así el importe de la pérdida a los depósitos anteriormente constituidos.

Por otra parte, en el caso de que el contrato de futuros devengue una pérdida, significará que paralelamente se habrá producido al mismo tiempo una revalorización en el valor de mercado del elemento u operación cubierta. Lo cual en aquellos casos en los que a la liquidación del contrato el valor de mercado del elemento cubierto sea superior al coste de adquisición al cual se encuentra registrado supondrá colisionar con las normas de valoración.

No obstante, el borrador del ICAC no establece en su propuesta un criterio diferencial que contemple esta circunstancia. Por el contrario, exige la aplicación del ajuste tanto en el caso de que el contrato devengue diferencias de cotización positivas como negativas, es decir, cuando se produce una pérdida por el contrato⁹.

Además, hay que tener en cuenta que, cuando el Borrador del ICAC propone que el valor ajustado del elemento u operación cubierta, en el importe de las diferencias de cotización registradas por el contrato de futuros, sea comparado con su valor vigente en el mercado a efectos de aplicación de las normas de valoración contenidas en el P.G.C.¹⁰ significa que, a todos los efectos, el valor así ajustado del elemento u operación cubierta debe ser asimilado a su coste de adquisición.

⁹ Ver Borrador ICAC apartado 4.3.1.2. párrafo 1º.

¹⁰ Ver Borrador ICAC apartado 4.3.1.2 párrafo 2º.

Así, cuando el contrato de futuros devengue al cierre del ejercicio una pérdida, tendremos que:

- Cuando el importe de la pérdida devengada al cierre por el contrato de futuros es igual al importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta ajustar, en el importe de la pérdida el valor del elemento cubierto, supone que, el valor al cual **figurará registrado y valorado en los estados financieros dicho elemento cubierto, será el que corresponda a su valor vigente en el mercado a dicha fecha.**

Ahora bien, conviene señalar que, **cuando la operación cubierta se corresponda con un activo, el valor de mercado al cual figurará registrado dicho activo, estará incorporando el importe correspondiente a la revalorización producida en su valor de mercado.**

Por otra parte, **el resultado reconocido en resultados, que en este caso será igual a cero, vendrá determinado por la compensación de la pérdida cierta devengada por el contrato de futuros, con el importe del beneficio probable ha obtener, en un momento posterior, por la realización en el mercado de contado del elemento u operación cubierta.**¹¹

- Cuando el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros sea superior al importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta, podemos contemplar igualmente dos circunstancias.

11

Ver desarrollo de esta conclusión en pág. 302 así como ejemplos en pág. 306 y 308

a) Que el valor del elemento u operación cubierta sea coincidente con el valor inicial del contrato de futuros.

En este caso, ajustar el valor del elemento cubierto en el importe de la pérdida supone que dicho elemento u operación cubierta **figurará registrado en los estados financieros al valor de mercado del contrato de futuros.**

Esto significará que, si el elemento u operación cubierta se corresponde con un activo, dicho valor de mercado del contrato de futuros será igual: al coste de adquisición de dicho activo más el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros.

b) Que el valor del elemento u operación cubierta sea distinto del valor inicial del contrato de futuros.

En este caso ajustar el valor del elemento cubierto en el importe de la pérdida supone que:

- Cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un activo dicho elemento u operación cubierta **figurará registrado en los estados financieros, al cierre del ejercicio, a un valor igual a: su coste de adquisición más el importe de la pérdida devengada, a dicha fecha, por el contrato de futuros.**
- Cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un pasivo dicho elemento u operación cubierta **figurará registrado en los estados financieros, al cierre del ejercicio, a un valor igual a: al valor exigible, al cual fue inicialmente**

registrado, disminuido en el importe de la pérdida devengada, a dicha fecha, por el contrato de futuros.

En ambas circunstancias el resultado global reconocido en este caso, al cierre del ejercicio, será la pérdida determinada por la diferencia existente, a dicha fecha, entre el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros y el importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta.

Esto significará que, parte de la pérdida conocida corresponde al contrato de futuros estará siendo compensada con el beneficio probable que se obtendrá cuando se realice, en el mercado de contado, el elemento u operación cubierta.

El importe de dicha pérdida reconocido en resultados será el necesario para que, **finalmente, el elemento u operación cubierta figure valorado al cierre del ejercicio a su valor de mercado** (si bien hay que tener en cuenta que cuando el elemento cubierto se corresponde con un activo, dicho valor de mercado estará incorporando el importe de la revalorización producida en su valor de mercado¹²).

- Cuando el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros sea inferior al importe de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta, sea o no coincidente el valor del elemento cubierto con el valor del contrato, resultará que, ajustar el valor del elemento cubierto en el importe de la pérdida supone que dicho elemento u operación cubierta **figurará registrado en los estados financieros:**

12

Ver desarrollo de esta conclusión en pág. 310 y 322 así como ejemplos en pág. 320 y 327

- Cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un activo, **al coste de adquisición al que fue registrado el elemento u operación de activo, más el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros.** Dicho valor será inferior al valor vigente en el mercado del elemento cubierto, con lo cual no será necesario efectuar corrección valorativa alguna.

- Cuando el elemento u operación cubierta se corresponda con un pasivo, **al valor exigible al cual dicho pasivo se encontraba inicialmente registrado menos el importe de la pérdida devengada por el contrato de futuros.** Dicho valor será superior al valor vigente en el mercado del elemento cubierto con lo cual no procederá efectuar ninguna corrección valorativa.

Siendo así, en ambos casos **el resultado global reconocido será igual a cero lo que finalmente supondrá que al cierre del ejercicio, la pérdida derivada del contrato no habrá sido reconocida permaneciendo en el balance formando parte del valor al cual figurará registrado el elemento u operación cubierta.**¹³

En definitiva: Cuando en una operación de futuros, calificada de cobertura de riesgos, no se cumplen las condiciones que motivaron la formalización de dicha operación, es decir, que al cierre del ejercicio no se produce la pérdida esperada por el elemento u operación cubierta y por el contrario se produce una pérdida en el contrato de futuros, la aplicación del criterio de ajuste del valor del elemento u operación cubierta en el importe de las diferencias de cotización negativas devengadas, supone:

13

Ver desarrollo de esta conclusión en pág. 313 y 324 así como ejemplos en pág. 318 y 330

1° Que el valor al cual figurará siempre registrado en los estados financieros, al cierre del ejercicio, el elemento u operación cubierta, será:

- Superior a su coste de adquisición, cuando dicho elemento u operación cubierta se corresponda con un activo. Dicho valor superior será consecuencia de incorporar al coste de adquisición el importe, total o parcial, de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto.

- Inferior al valor exigible, al cual fue registrado en su momento, cuando dicho elemento u operación cubierta se corresponda con un pasivo.

2° Que el resultado neto global reconocido en la cuenta de resultados al cierre del ejercicio vendrá determinado por la diferencia entre el importe de la pérdida conocida devengada a dicha fecha por el contrato de futuros y el importe del beneficio potencial derivado de la variación favorable producida en el valor de mercado del elemento u operación cubierta salvo cuando el importe de dicha variación favorable sea superior al importe de la pérdida en cuyo caso el resultado reconocido será igual a cero.

Esto significará que el resultado reconocido vendrá determinado por la compensación del importe de una pérdida cierta con el importe de un beneficio potencial.

3° No obstante, en cualquier caso, el resultado global reconocido al cierre del ejercicio, determinado por la diferencia entre el valor ajustado del elemento u operación cubierta en el importe de la pérdida devengada por la operación de futuros y el valor de mercado a dicha fecha del elemento u operación cubierta, determinará que finalmente dicho

elemento u operación cubierta figurará valorado en los estados financieros a su valor vigente en el mercado.

Hay que reconocer que estamos planteando el caso en el cual la evolución del valor de mercado del elemento u operación cubierta ha sido favorable. **Por tanto, el valor de mercado al cual figurará registrado dicho elemento estará incorporado el efecto de dicha evolución favorable**, lo cual, en el caso de que el elemento cubierto se corresponda con un activo, dicho valor de mercado estará incorporando el importe de la revalorización producida en dicho activo.

5.2.- Efectos contables derivados de la aplicación del criterio de simetría

Para el análisis de los **efectos que pueden producirse en los estados financieros derivados de la aplicación del criterio de simetría** hemos de partir de la premisa de que la aplicación de este criterio exige, fundamentalmente y de acuerdo con la FASB, que el ingreso a reconocer en resultados por el contrato de cobertura no podrá exceder al importe de la pérdida reconocida por el elemento cubierto, teniendo en cuenta que, el importe de dicha pérdida reconocida, no podrá incorporar otras pérdidas asociadas a la operación de cubierta distintas de aquellas que inicialmente se trataban de cubrir. Como por ejemplo, los costes derivados de una reconducción de cobertura.

Siendo así, la aplicación del criterio de simetría no plantearía ningún problema en **aquellos casos en los cuales el importe del beneficio producido por el contrato de futuros sea superior al importe de la pérdida que deba ser reconocida por el elemento cubierto** ya que, igualado el importe del beneficio a registrar por el contrato con el importe de la pérdida a reconocer por el elemento cubierto resultará que: **dicho elemento cubierto figuraría**

registrado y valorado en los estados financieros a su valor de mercado y el resultado neto finalmente registrado en resultados sería igual a cero.¹⁴

Sin embargo, podrán suceder dos cosas:

a) Que el importe del beneficio producido por el contrato de futuros sea inferior al importe de la pérdida a reconocer por el elemento cubierto.

b) Que no se cumplan las expectativas que motivaron la formalización del contrato de futuros y resulte que, al cierre del ejercicio, no se produzca la pérdida esperada por el elemento cubierto y por el contrario el contrato de futuros devengue una pérdida.

En el primer caso, esto es, **si el importe del beneficio producido por el contrato de futuros es inferior al importe de la pérdida a reconocer por el elemento cubierto**, resultará que si aplicamos rigurosamente el criterio de simetría se reconocería en resultados el total del beneficio producido por el contrato y el mismo importe por corrección valorativa del elemento cubierto.

Esto supondrá:

1º Que el elemento u operación cubierta figuraría registrado y valorado en los estados financieros al valor de mercado del contrato de futuros. Valor que será siempre superior al valor vigente en el mercado del elemento cubierto, lo cual implica colisionar con las normas de valoración.

14

Ver desarrollo de esta conclusión en pág. 342 así como un ejemplo en pág. 345

2° Que el resultado neto registrado en resultados sería igual a cero con lo cual la parte de pérdida a reconocer por el elemento cubierto que no ha sido compensada, no sería reconocida, lo cual implica colisionar con el principio de prudencia.

Para que esto no suceda sería necesario reconocer el importe de la pérdida no compensada correspondiente al elemento cubierto. Pero esto será lo mismo que si reconociéramos inicialmente la pérdida total registrable por el elemento cubierto y el beneficio total producido por el contrato de futuros. Es decir, la operación sería tratada como si fuese considerada una operación especulativa¹⁵.

En el segundo caso, esto es, cuando no se cumplan las expectativas que motivaron la formalización del contrato de futuros y resulte que, al cierre del ejercicio, no se produzca la pérdida esperada por el elemento cubierto y por el contrario el contrato de futuros devengue una pérdida se plantea el problema de que una aplicación estricta del criterio de simetría supondrá que únicamente reconoceríamos la pérdida producida en el contrato de futuros sólo en aquellos casos en los cuales pueda ser a su vez reconocida la revalorización producida en el valor del elemento cubierto¹⁶.

En el caso de que esto fuera posible resultaría que el elemento u operación cubierta figuraría valorado a un valor superior a su coste de adquisición como consecuencia de incorporar a dicho valor el importe de la revalorización, lo cual nos llevaría a colisionar con

¹⁵ Esta situación la contempla el FASB 115 documento sobre contabilización de las inversiones financieras y que establece la valoración a mercado de las acciones y valores de renta fija cuando su valor sea fácilmente determinable, excepto por la renta fija que exista intención de mantener hasta su vencimiento. Ver el desarrollo de esta conclusión págs. 346 y ejemplo pág. 350

¹⁶ La normativa bancaria española ha incorporado el criterio de valorar a mercado la cartera de negocios reconociendo los beneficios no realizados. KPMG Peat Marwick "Contabilización de las operaciones de futuros" pág. 15.

las normas de valoración. Por otra parte, el resultado neto reconocido en resultados vendría determinado por la diferencia entre, el importe de la pérdida cierta registrada por el contrato de futuros y el beneficio ha obtener por la realización en el mercado de contado del elemento cubierto, lo que implicaría infringir el principio de prudencia.

En este caso, la solución lógica sería reconocer el importe de la pérdida registrada por el contrato de futuros e ignorar el importe de la revalorización producida en el valor de mercado del elemento cubierto. Lo cual nos viene a indicar que, en estas circunstancias, el criterio de simetría sería inaplicable¹⁷.

5.3.- Dificultades para la aplicación de los criterios de ajuste o simetría

Según hemos visto calificar una operación de futuros de cobertura de riesgos y aplicarle a su contabilización los criterios de ajuste o de simetría, exige el cumplimiento de ciertas condiciones para que dicha contabilización sea correcta y no colisione con los principios contables establecidos.

En primer lugar sería necesario que el contrato de futuros devengue, al cierre del ejercicio un beneficio ya que en caso de registrar una pérdida la aplicación de dichos criterios supondrá colisionar con las normas de valoración y el principio de prudencia en cuanto que, el elemento cubierto figurará registrado a un valor que incorporará total o parcialmente el importe de su revalorización en el mercado resultando además que el resultado finalmente registrado vendrá determinado por la compensación del importe de la

17

Ver desarrollo de esta conclusión en pág. 352 así como un ejemplo en pág. 355

pérdida cierta del contrato de futuros con el beneficio probable derivado de la realización del elemento cubierto.

Es evidente que, salvo que concurran especiales circunstancias respecto al grado de certidumbre en la realización, a su valor de mercado, del elemento cubierto en el momento de la liquidación de la operación de futuros, tanto el criterio de ajuste como el de simetría son inaplicables a aquellas operaciones de futuros en las cuales, al cierre del ejercicio, el contrato devengue una pérdida.

Está claro que ambos criterios se basan en el hecho de que el contrato de futuros producirá un beneficio cumpliéndose las expectativas que motivan la formalización de dichos contratos. Esto es, que al cierre del ejercicio se produzca la necesidad de registrar una pérdida por el elemento u operación cubierta, la cual será compensada con el beneficio producido por el contrato.

Esto es lógico ya que la finalidad de estas operaciones es precisamente la de cubrirse contra los riesgos derivados de una variación desfavorable en los precios, tipos de cambio o de interés, de una operación ya registrada o por registrar, y no la de cubrir los riesgos de pérdida inherentes al contrato de futuros. Por ello, y teniendo en cuenta la naturaleza y finalidad de las operaciones de cobertura, quizás la normativa vigente ha partido siempre de la premisa de que el contrato de futuros devengará un beneficio.

Según hemos comprobado cuando, al cierre del ejercicio, el importe del beneficio devengado por el contrato de futuros es idéntico al importe de la pérdida registrable por el elemento u operación cubierta resultará que, al aplicar el criterio de ajuste, el elemento u operación cubierta figurará registrado y valorado en los estados financieros a su valor de

mercado. Lo cual si bien estará de acuerdo con las normas de valoración, infringirá el principio del precio de adquisición.^{18 b)}

En caso contrario, es decir, si el importe del beneficio producido por el contrato no es coincidencia con el importe de la pérdida registrable por el elemento cubierto resultará que la operación cubierta figurará registrada no ya a un valor distinto al de su coste de adquisición sino, incluso a un valor distinto al de su precio de mercado.

El criterio de simetría reconoce la necesidad de que se cumpla esta condición y por ello limita siempre el importe del beneficio reconocido por el contrato al importe de la pérdida registrable por el cubierto. A pesar de ello, cuando se da la circunstancia de que el importe total del beneficio producido por el contrato de futuros es inferior al importe de la pérdida registrable por el elemento cubierto, el criterio de simetría resultará en este caso inaplicable salvo que estuviéramos dispuestos a colisionar con el principio de prudencia.

De esto se desprende que la aplicación de ambos criterios exige, para su aplicación correcta, la identidad de los importes correspondientes al beneficio producido por el contrato y el de la pérdida registrable por el elemento cubierto, no siendo suficiente la existencia de correlación¹⁸ entre las variaciones de los precios de mercado del activo comprometido en el contrato y del elemento u operación cubierta ya que dicha correlación *producirá variaciones en los precios del mismo sentido pero no supondrá variaciones por el mismo importe.*

Ahora bien, es evidente la dificultad de poder establecer, a la formalización de la operación de futuros, unas condiciones que garanticen que a la liquidación de la operación

¹⁸ Sobre este particular puede verse la explicación dada en la pág. 296 de este trabajo.

^{18 b)}

Opinión compartida por el Prof. F.G.Hernandez Hernandez al decir: el criterio contable establecido por el Borrador del I.C.A.C para las operaciones de cobertura entra en conflicto con el principio del precio de adquisición. "Comentarios al borrador de normas del I.C.A.C" Partida Doble nº 92 Septiembre 1.998

se producirá la igualdad entre el importe del beneficio producido por el contrato de futuros y el importe de la pérdida registrable por el elemento cubierto permitiendo así que puedan ser aplicados correctamente los criterios de ajuste o de simetría.

5.4.- Bases de las propuestas realizadas

5.4.1.- En cuanto a la calificación de los contratos a futuro

La finalidad de una empresa que formaliza una operación de futuros será:

- a) No reconocer las pérdidas derivadas de las correcciones valorativas, que como consecuencia de una evolución desfavorable en su precio de mercado, tipo de cambio o de interés, de un elemento u operación de activo o pasivo ya registrado, deba realizar al cierre del ejercicio.
- b) Asegurar el coste de un activo por adquirir o de una operación por realizar.

Para cumplir este fin lo lógico sería que el activo comprometido en el contrato a futuro fuera coincidente con el elemento o activo a cubrir.^{18 c)} De esta forma la operación a futuro sería equivalente a una compra o venta aplazada.

Siendo así, y a efectos de su valoración al cierre del ejercicio, el valor del activo o pasivo registrado podría ser sustituido por el valor fijado en el contrato con lo cual la empresa registraría un resultado por la operación determinado por la diferencia entre el

^{18 c)}

Podría hablarse, en primer lugar de coberturas perfectas o imperfectas según que existiera o no coincidencia inequívoca entre los términos de las operaciones principales expuestas al riesgo y los contratos tendentes a su cobertura. La no coincidencia de los términos de ambas operaciones puede plantear en ciertos casos serias dudas acerca de la catalogación de los contratos de futuros dentro de los de cobertura de riesgos.

"Mercados de futuros e instrumentos financieros" A.Berges y E. Ontiveros pag. 93

valor al cual se encuentra registrado el elemento cubierto y dicho valor fijado en el contrato.

En el caso de que el elemento cubierto se corresponda con una operación pendiente de realizar, el coste de adquisición a considerar para dicha operación sería igualmente el valor fijado en el contrato.

Sin embargo, en la práctica esto no suele ser posible. En primer lugar porque, salvo en los contratos relativos a divisas, las partes intervinientes en el contrato no están en condiciones, o no están interesadas, en efectuar el intercambio físico del activo comprometido en el contrato. En segundo lugar, porque generalmente el activo comprometido en el contrato se corresponde con un instrumento financiero, cotizable en el mercado, utilizado a efectos de valoración, pero sin valor de intercambio para las partes.

Estas circunstancias determinan que, la mayoría de los contratos a futuros se liquidan mediante el sistema de diferencias. Es decir, las partes cobran o pagan al vencimiento de la operación la diferencia existente a dicha fecha entre el valor fijado en el contrato para el activo comprometido y su valor vigente en el mercado.

Esto significa que, en la mayoría de los casos, cuando se califica un contrato a futuros como una operación de cobertura de riesgos, lo que estaremos haciendo al registrar contablemente estas operaciones, será compensar el resultado registrable por el elemento cubierto con el resultado obtenido por dicho contrato.

Siendo así, opino que el contrato a futuros debe ser considerado como una operación independiente de naturaleza financiera cuya finalidad básica será la obtención de un beneficio que podrá estar destinado:

- a) A compensar las posibles pérdidas a reconocer por un determinado elemento u operación ya registrado.
- b) A generar un flujo de caja que compense el mayor coste o la disminución del margen, de operaciones por realizar.
- c) O simplemente a la consecuencia del beneficio.

A dichas operaciones independientes le deberán ser aplicados los principios contables establecidos.

Únicamente cuando el contrato a futuros pueda ser asimilado a una operación de compra o venta aplazada, mediante la cual el elemento u operación cubierta podrá ser valorado al precio fijado en el contrato, podremos considerar que el contrato a futuros corresponde a una operación de cobertura de riesgos. Esto exigiría que en el contrato se comprometiera la entrega física del activo lo cual, por no ser usual en la práctica, limitaría enormemente los contratos a futuros que podrían ser calificados de cobertura.

Ahora bien, partiendo de la base de que el resultado de una operación de cobertura viene determinado por:

$$R = (N \text{ Pa} - N \text{ Pm}) - (N' \text{ Pc} - N' \text{ P'm}) \quad (1)$$

Donde:

$N P_a - N P_m$ = Pérdida registrable por el elemento cubierto

$N' P_c - N' P_m$ = Beneficio registrado por el contrato de futuros

Siendo:

N' = valor principal del contrato de futuros

P_c = precio fijado para el activo comprometido en el contrato

P'_m = precio de mercado vigente del activo comprometido

N = valor principal del elemento cubierto

P_a = precio de adquisición al cual se encuentra registrado el elemento cubierto

P_m = precio de mercado vigente del elemento cubierto

Teniendo en cuenta que a la formalización del contrato el coberturista podrá elegir como activo objeto del contrato un instrumento de igual naturaleza, características y valor principal iguales a los del elemento cuya pérdida se trata de cubrir resultará:

a) Que a la liquidación de la operación el precio de mercado que corresponda utilizar a efectos de valoración del elemento u operación cubierta será el mismo que el precio de mercado correspondiente al del activo comprometido en el contrato de futuros. Es decir que:

$$P_m = P'_m$$

b) Que el valor principal al cual se encuentra registrado el elemento u operación cubierta sea coincidente con el valor inicial fijado para el contrato de futuros. Es decir que:

$$N = N'$$

Siendo así, y eliminando términos en (1) el resultado de la operación vendría determinado por:

$$R = N P_a - N P_c$$

Es decir, será el resultado de valorar el elemento cubierto al valor (**N Pc**) fijado en el contrato para el activo comprometido. Con lo cual, en este caso, la operación podrá ser asimilada a una compra o venta aplazada ^{18 d)} si bien esto exigirá dos condiciones básicas: que el elemento cubierto será realizado al vencimiento del contrato, y que pueda garantizarse razonablemente el cumplimiento del contrato por la contrapartida. Esto permitirá que, a efectos de su valoración, podrá ser sustituido el valor de mercado del elemento cubierto por el valor fijado en el contrato.

La aplicación de este criterio de valoración podrá considerarse razonable y no debe colisionar con las normas de valoración si tenemos en cuenta que el valor de realización del elemento cubierto está asegurado por el contrato de futuros y no porque vaya a ser enajenado por dicho importe, lo cual exigiría que estuviera garantizada la entrega física de dicho elemento, sino porque está cubierta la posible pérdida que pudiera registrarse a su realización.

Hay que entender que cuando las normas de valoración nos exigen valorar un activo a su valor de mercado, cuando este es inferior al valor al cual dicho activo se encuentra registrado, lo que pretende es reconocer la posible pérdida que podría registrarse en el caso de su enajenación y considera como valor más probable de realización aquél que corresponde a su cotización en el mercado. En el caso que nos ocupa es evidente que la pérdida producida como consecuencia de una variación de los precios de mercado del elemento cubierto se verá siempre compensada con el beneficio producido por el contrato.

Ahora bien, hay que tener en cuenta la imposibilidad de poder formalizar en el mercado contratos a plazo a vencimientos superiores a un año. Esto significa que cuando el elemento u operación cubierta tenga un plazo para su realización superior al año, sólo

^{18 d)}

Lo cual de acuerdo con el Prof. J.L. Cea significaría que la operación podrá ser considerada como un contrato a plazo pero no un futuro aún cuando admite que las soluciones contables deben ser en lo esencial coincidentes "Análisis de los contratos de futuros pag. 14 a 17"

será posible formalizar un contrato a plazo por un año, lo cual va a determinar que el precio fijado en el contrato será provisional y estará sujeto a posteriores variaciones como con secuencia de las necesarias renovaciones o reconducciones del contrato que deberán realizarse para mantener la cobertura. En estas circunstancias podríamos decir que el contrato no puede ser asimilado a una compra o venta aplazada ya que carecemos de un precio cierto. Pero, también es verdad, que en un momento determinado existe un compromiso para vender o comprar un activo a un precio cierto con independencia de que dicho contrato pueda ser renovado a un precio distinto. Además, dicho contrato corresponde a una operación que puede ser realizada a su vencimiento mediante el sistema de diferencias obteniendo el beneficio esperado que compensaría la pérdida registrable por el elemento cubierto. Es decir, cada contrato es independiente y genera su propio resultado.

Por tanto un contrato a futuro, formalizado en cobertura de un elemento u operación con vencimiento superior a un año, deberá tener el mismo tratamiento que en aquellos casos en los cuales la operación cubierta tenga una fecha de realización inferior si bien, y a todos los efectos, los resultados derivados de estas operaciones no podrán considerarse en ningún caso como definitivos.

Por otra parte, es posible que a su vencimiento, el contrato formalizado devengue una pérdida. En estas circunstancias la aplicación de este criterio de valoración supondrá que se estará compensando el importe de dicha pérdida con el importe de la revalorización producida en el elemento cubierto. Por ello, para una aplicación correcta de dicho criterio exigirá que no existan dudas razonables sobre el hecho de que dicho elemento cubierto podrá ser realizado en el mercado de contado a dicho precio revalorizado.

Así pues, la aplicación de dicho criterio implica que a la formalización del contrato deberán cumplirse las siguientes condiciones:

1° Que el contrato de futuros formalizado esté perfectamente identificado con el elemento u operación cuyo riesgo de pérdida se trata de cubrir.

2° Que dicho elemento u operación cubierta esté previamente registrado.

3° Que a la liquidación del contrato pueda garantizarse que el precio de mercado que corresponda utilizar a efectos de valoración del activo comprometido en dicho contrato, será el mismo que el precio de mercado correspondiente al elemento u operación cubierta.

4° Que el valor principal correspondiente al elemento u operación cubierta es coincidente con el valor principal del contrato.

5° Que existan garantías en cuanto al cumplimiento del contrato por la contrapartida de tal forma que existan expectativas razonables respecto a la realización de un posible beneficio.

6° Que esté prevista la realización del elemento u operación cubierta en una fecha determinada o bien que en el contrato a plazo esté comprometida la entrega física del elemento cubierto.

Creo que sólo bajo estas condiciones un contrato a futuro puede ser calificado como una operación de cobertura de riesgos ya que, de esta forma, el elemento u operación

cubierta podrá ser valorado al precio fijado en el contrato pudiendo considerar dicho valor como la mejor estimación en cuanto a la valor de realización del elemento cubierto, sin que ello suponga colisionar con la aplicación de los principios contables.

Evidentemente en aquellos casos en los cuales el activo objeto del contrato a plazo se corresponde con un activo ya registrado, o con un activo destinado a cubrir una obligación de pasivo también ya registrada, y además se exige la entrega física de dichos activos en cumplimiento del contrato, está claro que nos encontraremos una operación de venta/compra aplazada en la cual tenemos objeto determinado de la transacción y precio fijo de la cosa. En estos casos no existirá ninguna duda sobre el hecho de que el elemento cubierto deberá ser valorado al precio fijado en el contrato.

Bajo esta idea nacieron las operaciones a futuro cuando el activo, cuyo riesgo de pérdida se trataba de cubrir, era siempre coincidente con el activo comprometido en el contrato. Fue posteriormente cuando la diversificación de la naturaleza de los activos a cubrir, y el hecho de que dichos activos no cotizaran en el mercado a plazo, las que determinaron la utilización en los contratos de activos asimilables (derivados) que cotizaran en dicho mercado a plazo, cuando existía correlación entre los precios de mercado del derivado y el del activo a cubrir.

Es evidente que, las condiciones establecidas excluirán como operaciones de cobertura a aquellos contratos a plazo formalizados con la finalidad de cubrir pérdidas derivadas de operaciones pendientes de realizar o de activos cuya realización no esté prevista. También quedarán excluidas, casi con toda probabilidad aquellos contratos en los cuales el activo comprometido en dicho contrato se corresponda con un derivado. Esto puede ser razonable si tenemos en cuenta lo siguiente:

a) Contratos formalizados en cobertura de riesgos de operaciones por realizar.

Los contratos formalizados con la intención de cubrir las pérdidas derivadas de una operación por realizar, en realidad lo que tratan es de asegurar un valor de compra o la consecución de un margen. Así, cuando la operación por realizar corresponde a la compra de un activo fijo, lo que la operación de cobertura conseguirá será asegurar su precio de compra, pero nunca cubrirá una posible pérdida de su valor ya que no se puede cubrir la pérdida de un activo que no se posee. Así pues, en estas circunstancias, asociar la operación de cobertura al elemento cubierto supondría afectar de alguna manera el coste de adquisición de dicho elemento.

Por otra parte, si la operación pendiente de realizar corresponde a la adquisición de un activo de circulante destinado a una enajenación posterior, lo que trata en este caso la cobertura es de asegurar un coste que permita mantener un margen preestablecido. En este caso, el reconocimiento del resultado positivo producido por el contrato a plazo deberá ser simultáneo al reconocimiento de la pérdida del margen.

Por tanto, aquellos contratos asociados a operaciones pendientes de realizar deberán ser considerados como una operación independiente cuya finalidad será la de producir un flujo de caja que compense mayores costes de adquisición o bien la reducción de un margen, salvo cuando se exija la entrega física del activo comprometido, en cuyo caso la operación será equiparable a un contrato de aseguramiento.

b) Contratos formalizados en cobertura de elementos no destinados a su realización

En cuanto a la exclusión de las operaciones de cobertura de aquellos activos o pasivos cuya realización no esté prevista, se debe a que sí el contrato a plazo genera una pérdida, en estos casos la aplicación del criterio de valoración supondrá que, el resultado de dicha valoración vendrá determinado por la compensación de la pérdida correspondiente al contrato y el posible beneficio ha obtener por la revalorización de la operación cubierta. Por tanto, será necesario garantizar la realización en el mercado de contado del elemento cubierto con el fin de que dicha revalorización se materialice. De no cumplirse esta condición el criterio de valoración no podría ser aplicado y el contrato a plazo deberá ser considerado como una operación independiente.

c) Contratos en los que el activo comprometido corresponde a un derivado

Cuando el activo comprometido en el contrato se corresponda con un activo de los calificados como derivados, es decir, cuando dicho activo comprometido sea de características similares pero no de la misma naturaleza al del elemento cubierto resultará que, aun cuando pueda existir correlación entre la variación de sus precios de mercado, será difícil que llegue a producirse la identidad de dichos precios, máxime cuando generalmente el elemento cubierto y el derivado cotizaran en mercados distintos.

No obstante, si se produce una correlación perfecta entre la variación de los respectivos precios de mercado y las estimaciones han sido correctas en cuanto a que el producto ha obtener por el contrato a plazo iguale el importe de la pérdida estimada por le elemento cubierto resultará que, a la liquidación de la operación, se habrán cumplido los objetivos de cobertura perseguidos al formalizar dicho contrato.

Por ello, la formalización de estos contratos a plazo deberán considerarse igualmente como una operación independiente de naturaleza financiera cuya finalidad será la obtención de un beneficio destinado a compensar las posibles pérdidas derivadas de otra operación ya registrada.

De todo ello se desprende que, a efectos de aplicación de normas de contabilización, los contratos a futuros deberán ser clasificados en tres tipos, de acuerdo al cumplimiento de determinadas condiciones y con independencia de su finalidad, mercado en el cual ha sido formalizado, características del instrumento utilizado en el contrato e incluso de su posible resultado. Así tendremos:

a) Contratos de aseguramiento

Serán aquellos en los que necesariamente se exige la entrega física del activo comprometido en el contrato.

La finalidad de dichos contratos será: asegurar el valor de realización de un activo por registrar o el coste de adquisición de un activo destinado, a una operación futura de circulante, o a la cancelación de un pasivo por reconocer.

A los efectos de valorar las operaciones por realizar asociadas a dichos contratos de compra o venta aplazada, se utilizará el precio fijado en el contrato.

b) Contratos de cobertura de riesgos

Serán aquellos que cumpliendo unas condiciones establecidas respecto a un elemento u operación ya registrado, permitirán que dicho elemento pueda ser valorado al precio prefijado para el activo comprometido en el contrato de futuro.

1) De operaciones cubiertas con vencimiento a corto plazo

Considerando que el resultado de dicha valoración será independiente de cualquier variación en un momento posterior del precio de mercado del elemento cubierto y del activo comprometido en el contrato, dicho resultado podrá ser considerado como definitivo y será registrado en el momento de la formalización del contrato.

2) De operaciones cubiertas con vencimiento a largo plazo

En este caso el resultado derivado de la valoración no podrá ser considerado como definitivo ya que el precio fijado en el contrato estará sujeto a variaciones como consecuencia de las posibles reconducciones. Por tanto, dicho resultado será registrado al cierre del ejercicio.

c) Contratos financieros a plazo

Serán aquellos, cualquiera que sea su finalidad, que al no cumplir las condiciones requeridas para ser calificados de aseguramiento o cobertura, deberán ser considerados como operaciones independientes¹⁹ que serán registradas y valoradas a su precio de mercado reconociendo, al cierre del ejercicio, los resultados derivados de dicha valoración.

¹⁹ El Prof. A. Larriba Díaz-Zorita coincide con esta opinión cuando dice "los contratos especulativos constituyen un contrato o negocio autónomo". Contabilización de operaciones de futuro y opciones. Partida Doble nº 58, pág. 7, Julio 1995.

5.4.2.- En cuanto al reconocimiento de los resultados devengados

a) De los contratos considerados de aseguramiento

Los resultados derivados de estas operaciones serán registrados al momento de la liquidación del contrato. No obstante, si al cierre del ejercicio hubiesen sido registradas, o comprometidas en firme, las operaciones asociadas al contrato se dotará la correspondiente provisión por la diferencia en contra que resulte de valorar dichas operaciones asociadas al precio fijado en el contrato. Por otra parte, si existieran razones para suponer que, al vencimiento del contrato, no se producirá la entrega física del activo comprometido, se dotará la correspondiente provisión por la diferencia en contra que resulte de comparar, el valor fijado en el contrato para dicho activo comprometido con su valor vigente en el mercado.

b) De los contratos calificados de cobertura de riesgos

En cuanto al tratamiento de los resultados derivados de las valoraciones efectuadas al precio fijado en el contrato de los elementos u operaciones asociadas a un contrato de cobertura vigente a dicha fecha, hay que tener en cuenta los siguientes aspectos:

1º Cuando la operación cubierta tenga un vencimiento para su realización superior a un año, la imposibilidad de poder formalizar contratos a plazo con vencimiento superior a un año, obligará a realizar reconducciones de dicho contrato lo cual implicará que el precio inicial fijado en el contrato estará sujeto a variaciones. Por ello, en estos casos, el resultado derivado de la valoración no podrá ser considerado como definitivo con lo cual las pérdidas resultantes tendrán carácter de reversibles y los beneficios no podrán ser considerados como realizados.

2º La finalidad de una operación de cobertura es básicamente la de no reconocer una pérdida por el elemento u operación cubierta. En el caso de que el resultado de la valoración corresponda a un beneficio significará que se produce un excedente entre el importe de la pérdida registrable por el cubierto y el beneficio producido por el contrato. Siendo así, reconocer dicho excedente significaría dar un carácter especulativo a la operación.

Por tanto, cuando el resultado derivado de la valoración corresponda a una pérdida dicho importe deberá ser reconocido en pérdidas y ganancias en el caso de que tenga carácter definitivo o provisionado cuando el importe de la pérdida pueda considerarse como reversible. Por el contrario si dicho importe corresponde a un beneficio deberá ser diferido hasta el momento de su materialización.

c) Contratos financieros a plazo

Periódicamente y necesariamente al cierre del ejercicio se valorará a su precio de mercado el activo entregable comprometido en el contrato.

Las diferencias en contra resultantes de dicha valoración serán registradas en la cuenta de resultados. En cuanto a las diferencias positivas, podrán ser consideradas como beneficio realizado cuando dicho importe pueda ser exigido a la contrapartida del contrato en cualquier momento de la vigencia. En el caso de duda en cuanto a la materialización de dicho beneficio, esta incertidumbre podrá ser cubierta mediante la dotación correspondiente de una provisión por insolvencias.

5.4.3.- Registro contable del valor del contrato en el sistema principal

En cuanto al reconocimiento del nominal del contrato en el sistema contable principal hay que considerar que de la formalización de un contrato a futuros se derivan derechos y obligaciones para las partes intervinientes.

De acuerdo con la doctrina contable, sí el importe del derecho a recibir es coincidente con el importe de la obligación derivada de la adquisición de dicho derecho, dichos importes se compensarán. En estas circunstancias, el efecto de no presentar en el balance dichas operaciones no será significativo, por ello la operación podrá ser considerada como de las denominadas de fuera de balance y ser registrada mediante asientos de orden en el sistema contable secundario informando sobre la situación de estos contratos mediante nota en la Memoria²⁰.

La normativa vigente considera que este es el caso de los contratos u operaciones a futuro. Sin embargo creo que no siempre es así²¹.

Cuando se formaliza un contrato a futuro las partes intervinientes acuerdan entregar o recibir el activo o instrumento comprometido a cambio de cobrar o pagar una cantidad fijada. Dicha cantidad a cobrar o pagar se mantendrá fija e inamovible hasta el vencimiento de la operación. Sin embargo, el valor del activo o instrumento entregable comprometido

²⁰ Aun cuando el Prof. J.L. Sánchez Fdez-Valderrama manifiesta como la más adecuada, la información en la Memoria en contra de los asientos de orden, también reconoce hoy como objeto prioritario para la contabilidad el de informar sobre el proceso que tiene lugar en las unidades económicas incluso sobre situaciones que afecten a las mismas potencialmente. "Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros", págs. 45 a 50.

²¹ No todos los contratos de futuros provocan necesariamente operaciones fuera de balance. Así parece desprenderse de las diferencias establecidas por J.L. Cea García. "Análisis contable de los contratos de futuros". Ints. Planificación Contable. Monografía nº 10, pág. 16. 1987.

en el contrato estará sujeto a las fluctuaciones de su precio de mercado, lo cual va a determinar el beneficio o pérdida de la operación a futuro.

Es decir, que si bien es cierto que a la formalización del contrato los valores correspondientes a los importes a cobrar o pagar serán iguales al valor del activo o instrumento a entregar o recibir, dicha igualdad no se mantendrá a lo largo de la vigencia del contrato. Por ello, consideramos que dichos contratos no pueden ser calificados de operaciones fuera de balance y por tanto deben ser registrados en el sistema contable principal con el fin de que puedan efectuarse las correcciones valorativas que puedan derivarse de las fluctuaciones en el valor de mercado del activo o instrumento entregable²².

Ahora bien, en aquellos casos en los cuales el precio de mercado al cual debe ser valorado el elemento cubierto es igual al precio de mercado al que se valora el activo entregable comprometido en el contrato a futuro, resultará que las correcciones valorativas, por variación de los respectivos precios de mercado, serán iguales. Por tanto, el resultado de la operación no dependerá de una variación posterior de dichos precios de mercado. Siendo así, el resultado se produce en el mismo momento de la formalización del contrato y vendrá determinado por la diferencia inicial existente entre el valor al cual se encuentra registrado el elemento cubierto y el valor fijado en el contrato.

Luego si a la formalización del contrato se reconoce el resultado definitivo de la operación ya no procederá registrar las correcciones valorativas. De esta forma el importe

²² En cierta medida el Prof. J.L. Sánchez Fdez-Valderrama se pronuncia a favor de esta postura cuando dice "La triple opción: de anotaciones marginales extracontables, en la Memoria o asientos de orden no supone descalificar la posibilidad de que estas operaciones se reflejen en el balance. "Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros", pár. 3.2 (pág. 41).

inicial de los derechos u obligaciones derivados del contrato se mantendrán durante la vigencia del contrato. Por tanto, en estos casos, podrá obviarse el registro de estas operaciones en el sistema contable principal debiendo no obstante informar mediante la nota correspondiente en la Memoria²³.

De acuerdo con estas bases mi intención es proponer unas normas de contabilización²⁴ para los contratos a futuros que se ajusten a los principios contables y que puedan ser aplicadas con carácter general con independencia de:

- El activo o instrumento utilizado como objeto del contrato
- La finalidad perseguida por el contrato (de cobertura o especulativa)
- Del mercado en el cual el contrato ha sido formalizado
- Del resultado de la operación.

6.- PROPUESTA DE NORMAS CONTABLES APLICABLES A LOS CONTRATOS DE FUTUROS

6.1.- Definición general

Se considera un contrato de futuros el acuerdo mediante el cual las partes intervinientes se obligan a comprar o vender un activo o instrumento financiero en una fecha futura determinada y a un precio prefijado.

²³ Hay otras operaciones que originan derechos u obligaciones que no se reflejan en el balance y que no han sido tratadas a nivel doctrinal. Algunas de ellas han sido tratadas por BRIDLE I. "Informe del Inst. of Accountants England and Wales" 1985/1986 y por WEETMAN P. "The Investment Analyst", nº 89 Julio, 1989.

²⁴ En relación con la necesidad de establecer un criterio más riguroso respecto al registro contable de estas operaciones citaremos algunas de las conclusiones expuestas en unas Jornadas sobre análisis contable organizadas por ASEPU en Bilbao (Octubre) 1997.

- La contabilidad tal como actualmente la conocemos no está preparada para recoger con eficiencia el registro de estas operaciones y mucho menos para poder apreciar el riesgo que se deriva de las mismas.
- El riesgo asumido con ellas no se deduce con facilidad de los estados financieros que formulan las entidades, ya que la información proporcionada es mínima y difícil de interpretar.

A efectos de aplicación de estas normas de contabilización, los contratos de futuros se clasifican en:

- a) Contratos de aseguramiento
- b) Contratos de cobertura de riesgos
- c) Contratos financieros a plazo

6.2.- Contratos de aseguramiento

6.2.1.- Definición

Se calificará un contrato de futuros como un contrato de aseguramiento cuando a su formalización se cumplan todas y cada una de las siguientes condiciones:

1ª Que el valor principal previsto para las operaciones pendientes de realizar es coincidente con el valor principal del contrato.

2ª Que al vencimiento del contrato se exija la entrega física del activo comprometido en dicho contrato.

3ª Que la operación tenga por objeto la venta de un activo a registrar como consecuencia de una transacción pendiente de realizar o bien, la adquisición de un activo, que podrá estar destinado a operaciones de circulante futuras o a la cancelación de un pasivo a reconocer.

4ª Que puedan identificarse inequívocamente los activos comprometidos en el contrato con las operaciones pendientes de realizar a las cuales están asociados.

5ª Que existan garantías razonables en cuanto al cumplimiento del contrato por la contrapartida.

6.2.2. Registro en el sistema contable

Un contrato de futuro, calificado como de aseguramiento, no requerirá de su registro en el sistema contable principal en la medida que, desde la fecha de su formalización hasta su vencimiento, el importe correspondiente al derecho adquirido será siempre idéntico al importe de la obligación contraída. No obstante, dichos contratos podrán ser registrados por su valor nominal en el sistema contable secundario, mediante asientos de orden, si bien deberá informarse sobre su situación al cierre del ejercicio, mediante nota en la Memorial anual.

6.2.3.- Normas de valoración

Cuando al cierre del ejercicio no hubiese vencido el contrato y sin embargo hayan sido registrados los activos o pasivos derivados de las operaciones por realizar asociadas a dicho contrato, estos activos o pasivos serán valorados a la fecha de cierre al precio vigente fijado en el contrato para el activo comprometido, dotando la correspondiente provisión por el importe de la diferencia en contra, resultante de dicha valoración. Las diferencias a favor serán diferidas hasta la fecha de la cancelación o liquidación del contrato.

Si a la fecha de cierre las operaciones por realizar no hubieran sido registradas, y existieran dudas en cuanto a su futura realización, se dotará una provisión por la diferencia negativa, cuando el contrato corresponda a una operación de venta, o positiva en el caso de una operación de compra, que resulte de comparar: el valor fijado en ese momento en el contrato para activo comprometido con el valor que resulte de aplicar a dicho activo comprometido su precio vigente en el mercado.

A la liquidación del contrato se registrarán, en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio, el resultado obtenido por la realización del activo comprometido al valor fijado en el contrato o, en su caso, el obtenido por la aplicación del activo adquirido a la cancelación de un pasivo.

Las diferencias en contra o a favor que puedan producir respecto del precio fijado en el contrato en el momento de la liquidación como consecuencia de anticipar o aplazar la fecha de vencimiento de dicho contrato, se registrarán en la cuenta de resultados del ejercicio como gasto o ingreso financiero según proceda.

6.2.4.- Gastos y depósitos derivados del contrato

Los gastos derivados de la formalización de estos contratos, formarán parte de la operación, siendo considerados como un mayor coste de adquisición, en el caso de una operación de compra, o como un menor resultado de enajenación, cuando se trate de una operación de venta.

Los posibles depósitos efectuados en garantía de la realización del contrato se registraran en cuenta de balance dentro del epígrafe correspondiente.

6.3.- Contratos de cobertura de riesgos

6.3.1.- Definición

Se calificará un contrato de futuros como un contrato de cobertura de riesgos cuando a su formalización se cumplan todas y cada una de las siguientes condiciones:

1ª Que el valor principal correspondiente al elemento u operación cubierta sea coincidente con el valor principal del contrato.

2ª Que el elemento u operación a cubrir haya sido previamente registrado.

3ª Que dicho elemento u operación, cuyo riesgo de pérdida se trata de cubrir, pueda ser inequívocamente identificado con el contrato formalizado.

4ª Que pueda garantizarse que al vencimiento del contrato el precio de mercado que corresponda utilizar a efectos de valoración del activo o instrumento comprometido en el contrato será el mismo que el precio de mercado correspondiente al elemento u operación cubierta.

5ª Que existan garantías razonables en cuanto al cumplimiento del contrato por la contrapartida.

6ª Que esté prevista en fecha determinada la realización del elemento u operación cubierta siendo posible dicha realización a su valor de mercado salvo que esté comprometida su entrega en cumplimiento del contrato.

6.3.2.- Registro en el sistema contable

Un contrato de futuro, calificado como de cobertura de riesgos, no requerirá de su registro en el sistema contable principal en la medida que, desde la fecha de su formalización hasta su vencimiento, el importe correspondiente al derecho adquirido será siempre idéntico al importe de la obligación contraída. No obstante, dichos contratos

podrán ser registrados por su valor nominal en el sistema contable secundario, mediante asientos de orden, si bien deberá informarse sobre su situación al cierre del ejercicio, mediante nota en la Memoria anual.

6.3.3.- Normas de valoración

Cuando los elementos u operaciones cubiertas tengan un vencimiento para su realización inferior o igual a un año, dichos elementos u operaciones serán valorados al precio fijado en el contrato. Por las diferencias en contra resultantes de dicha valoración se dotará la correspondiente provisión en el momento de la formalización del contrato.

Cuando los elementos u operaciones cubiertas tengan un vencimiento para su realización superior a un año podrá utilizarse, a efectos de la cobertura, el valor nominal al cual se encuentran registrados o bien sus valores actuales correspondientes, aplicando para ello criterios valorativos racionales admitidos en la práctica. Por las diferencias en contra resultantes de comparar el valor de registro o, en su caso, el valor actual, del elemento u operación cubierta, con el valor vigente fijado para el contrato, se dotará la correspondiente provisión al cierre del ejercicio.

En cualquier caso las diferencias a favor resultantes de la valoración, al precio del contrato de los elementos u operaciones cubiertas, serán diferidas hasta el momento de la cancelación o liquidación del contrato.

Las posibles renovaciones o reconducciones de estos contratos, cuando dicha renovación o reconducción suponga una variación del precio inicialmente fijado, serán considerados a todos los efectos como un nuevo contrato.

A la liquidación del contrato se registrarán en la cuenta de pérdidas y ganancias los resultados derivados de la operación y que podrán venir determinados:

- Cuando se efectúe la entrega física del activo comprometido: por la diferencia entre el valor al cual se encuentra registrado el elemento cubierto asociado a la operación y el valor vigente fijado en el contrato al momento de la liquidación.

- Cuando la operación sea liquidada por el sistema de diferencias: por la diferencia existente a la liquidación entre el valor vigente fijado en el contrato y el valor de mercado a dicha fecha del activo comprometido en dicho contrato.

Las diferencias en contra o a favor que puedan producirse respecto del precio fijado en el contrato en el momento de la liquidación como consecuencia de anticipar o aplazar la fecha de vencimiento de dicho contrato, se registrarán en la cuenta de resultados del ejercicio como gasto o ingreso financiero según proceda.

6.3.4.- Gastos y depósitos derivados del contrato

Los gastos derivados de la formalización de estos contratos, se reconocerán como gastos en concepto de servicios bancarios o similares salvo cuando, a la liquidación del contrato, se produzca la entrega física del activo comprometido en cuyo caso serán considerados como un mayor coste de adquisición si se trata de una operación de compra o como un menor resultado de enajenación cuando se trate de una operación de venta.

Los posibles depósitos efectuados en garantía de la realización del contrato se registrarán en cuenta de balance dentro del epígrafe correspondiente.

6.4.- Contratos financieros a plazo

6.4.1.- Definición

Se calificará como un contrato financiero a plazo a aquellos contratos de futuros, cualquiera que sea su finalidad, que no cumplan las condiciones exigidas para ser calificados como un contrato de aseguramiento o de cobertura de riesgos.

6.4.2.- Registro contable

A la formalización de un contrato financiero a plazo, se procederá a registrar en el sistema contable principal, por el valor inicialmente fijado, las obligaciones o derechos que se deriven de dicho contrato.

6.4.3.- Normas de valoración

Periódicamente, y necesariamente al cierre del ejercicio, se ajustará a su valor de mercado, el valor reconocido por el activo o instrumento comprometido en el contrato.

Estas variaciones de valor, que vendrán determinadas por la diferencia existente entre el valor fijado en el contrato para el activo o instrumento comprometido y su valor vigente en el mercado, serán reconocidas en la cuenta de resultados del ejercicio en el momento en el cual se producen y de acuerdo al siguiente criterio:

- Las diferencias en contra resultantes de dicho ajuste serán reconocidos en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio como gastos financieros por resultados negativos por operaciones en contratos financieros a plazo.

- Las diferencias a favor resultantes de dicho ajuste serán reconocidas en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio cuando dicho importe sea exigible a la contrapartida del contrato y existan además garantías en cuanto a su materialización. En caso contrario las diferencias a favor serán registradas en cuenta de balance como ingresos a distribuir hasta el momento de la cancelación o liquidación del contrato.

6.4.4.- Gastos y depósitos derivados del contrato

Los gastos derivados de la formalización de estos contratos, se reconocerán como gastos en concepto de servicios bancarios o similares.

Los posibles depósitos efectuados en garantía de la realización del contrato se registrarán en cuenta de balance dentro del epígrafe correspondiente.

7.- APLICACIÓN DE LOS CRITERIOS DE CONTABILIZACION PROPUESTOS

7.1 Contratos de aseguramiento

Partimos de la base de que para calificar estas operaciones será necesario que a su vencimiento se exija la entrega física del activo comprometido. En caso contrario la operación se registrará por las normas de contabilización aplicables a los contratos “financieros a plazo”

7.1.1 A la formalización del contrato

La operación consiste en asegurar el valor de realización de un activo o pasivo pendiente de registrar o el coste de adquisición de un activo a adquirir.

Así la finalidad de la operación podrá ser:

- a) Asegurar el valor de venta de un activo pendiente de registrar

(Si el activo objeto de un contrato de venta, es un activo ya registrado la operación será tratada como una operación de cobertura de riesgos)

- b) Asegurar el coste de adquisición de un activo destinado a cancelar una obligación de pasivo pendiente de registrar.

- c) Asegurar el coste de adquisición de un activo fijo o de un activo destinado a una operación de circulante futura. *(En estos casos nos encontramos realmente con una simple operación de compra aplazada, no existiendo por tanto riesgo real de pérdida)*

El resultado de la operación vendrá determinado:

- Por la diferencia entre el valor fijado en el contrato para el activo comprometido y el valor al cual dicho activo será registrado *(cuando se trate de una operación de venta de un activo por registrar)*
- Por la diferencia entre el valor fijado al activo a adquirir y el valor de registro del pasivo asociado *(cuando la finalidad de la operación sea adquirir un activo destinado a la cancelación de un pasivo).*

Es decir, el valor de la obligación o derecho derivado del contrato no está sujeto a variaciones de los precios de mercado.

Esto supondrá que, durante toda su vigencia, el importe del derecho u obligación contraída será igual al importe a cobrar o pagar por el elemento comprometido. Se trata por tanto de una operación fuera de balance que podrá ser registrada mediante asiento de orden, utilizando para ello cuentas del Grupo 0.

En el caso de una operación de compra el asiento de orden sería:

Por el reconocimiento del derecho a recibir el activo comprometido y de la deuda contraída.

Derechos por contratos

a plazo de aseguramiento

A Acreedores

Por el importe nominal del contrato

En el caso de una operación de venta el asiento sería:

Por el reconocimiento del crédito a cobrar y de la obligación a entregar el activo comprometido.

Deudores

**A Obligaciones por contratos
a plazo de aseguramiento**

Por el importe nominal del contrato.

No es habitual, pero en el caso de que a la formalización del contrato se exija la constitución de garantías el asiento a realizar sería el siguiente:

**Depósitos constituidos por
contratos a plazo**

(567)

a Tesorería

(57)

Por el importe depositado

En cuanto a los gastos de transacción de la operación su registro dependerá de la naturaleza de la operación:

a) Cuando se trate de una operación de venta dichos gastos se registraran directamente en el ejercicio como un gasto financiero

Otros gastos financieros

(669)

a Tesorería

(57)

Por el importe satisfecho a la formalización o durante la vigencia del contrato

b) Cuando se trate de una operación de compra dichos gastos se registraran en cuenta de balance hasta el momento en el que materializada la compra dicho gasto pueda ser incorporado al coste de adquisición.

Gastos por compras

mediante contratos a plazo

(276)

a Tesorería

(57)

Por el importe satisfecho a la formalización o durante la vigencia del contrato

7.1.2 Al cierre del ejercicio

Al cierre del ejercicio podrá suceder:

1º Que se haya registrado el activo cuya venta se ha comprometido en el contrato o bien que se haya reconocido el pasivo asociado a la operación (*caso de que el contrato tenga por finalidad adquirir un activo destinado a la cancelación de dicho pasivo*).

En este caso dicho activo, o el pasivo asociado a la compra, deberá ser valorado al precio fijado en el contrato de futuros.

- La diferencia a favor, que resulte de dicha valoración, será diferida hasta el momento de la liquidación del contrato de futuros y no se efectuara registro alguno por dicho importe
- Por la diferencia en contra resultante de dicha valoración se dotará la correspondiente provisión mediante el siguiente asiento:

Dotación a la provisión.....

(cuentas del subgrupo 69 que
corresponda según la naturaleza
del activo objeto del contrato

a Provisiones

(Cuentas del subgrupo 29 o 49 que
corresponda según el activo objeto
del contrato)

Por el importe que resulte de comparar: el valor al cual se encuentra registrado el activo o pasivo asociado a la operación con el valor fijado en el contrato al activo comprometido.

En el caso de que la operación asegurada corresponda a una operación denominada en moneda extranjera, el asiento seria:

Diferencias negativas de cambio

(668)

**a Cuenta de activo o pasivo
en moneda extranjera**

Por el importe correspondiente a la diferencia entre el tipo de cambio al cual se encuentra registrada la operación y el tipo de cambio fijado en el contrato.

2º Que no habiendose registrado el activo o pasivo asociado al contrato se haya adquirido el compromiso firme.En este caso dicho activo o pasivo comprometido será valorado al precio fijado en el contrato.

- Por la diferencia a favor que seran diferidas hasta el momento de la liquidación del contrato de futuros, no se efectuara registro alguno.

- Por la diferencia en contra resultante de dicha valoración se dotará la correspondiente provisión utilizando para ello cuenta de provisiones del Grupo 1 ya que hay que tener en cuenta que las operaciones aseguradas no han sido aún registradas. El asiento a realizar sería:

Dotación a la provisión para contratos

a plazo de aseguramiento

(6985)

a Provisión para pérdidas en

contratos a plazo de aseguramiento

(1470)

Por el importe que resulte de comparar: el valor al cual se ha formalizado el compromiso del activo o pasivo asociado a la operación, con el valor fijado en el contrato al activo comprometido.

Este asiento se eliminará al cierre del ejercicio siguiente.

3º Que no se hayan materializado las operaciones asociadas al contrato de futuros

Cuando no se hayan registrado las operaciones asociadas al contrato ni tampoco se hayan firmado compromisos no procederá la realización de asiento alguno.

Cuando la finalidad del contrato sea la adquisición de un activo destinado a operaciones posteriores de circulante o de inmovilizado, evidentemente su registro será coincidente con el vencimiento del contrato de futuros.

Teniendo en cuenta que la pérdida derivada del contrato vendrá siempre determinada por la diferencia entre el valor al cual se encuentra registrado el activo o pasivo asegurado *(o el valor al cual sabemos será registrado en el caso de firma de un compromiso previo)* y el valor fijado en el contrato, al no existir dicho valor de registro ni de compromiso, no podemos considerar que exista una pérdida conocida *(aún en el caso de que en ese momento el contrato estuviera arrojando una pérdida latente)* ya que la pérdida cierta vendrá determinada realmente por la comparación de los valores existentes en el momento de la materialización de la operación asegurada.

4º Que a la fecha de cierre existan dudas en cuanto al hecho de que las operaciones asociadas al contrato de futuros NO SERAN REALIZADAS. En este caso la operación de futuros tendrá que ser liquidada a su vencimiento por el sistema de diferencias.

Esto supone que el contrato pasará a ser calificado como un contrato financiero a plazo debiendo ser aplicado el criterio correspondiente. (Ver apartado 7.3 relativo a la contabilización de los contratos financieros a plazo).

Por tanto, en caso de que en ese momento dicha liquidación supusiera una pérdida, se dotará la correspondiente provision.

Perdidas en contratos

financieros a plazo

(6751)

a Obligaciones por contratos

financieros a plazo

(522)

- Cuando se trate de una operación de venta por el importe correspondiente a la diferencia negativa existente al cierre del ejercicio entre; el valor fijado en el contrato para el activo comprometido y su valor vigente en el mercado.

- Cuando se trate de una operación de compra por el importe correspondiente a la diferencia positiva existente al cierre del ejercicio entre; el valor fijado en el contrato para el activo comprometido y su valor vigente en el mercad

La cuenta 675 se registrará en la Cuenta de Resultados como Gastos financieros y en un apartado independiente como **Resultados negativos por contratos a plazo**

5° Para este tipo de contratos, *(teniendo en cuenta que se exige la entrega física del activo)* no tiene sentido considerar el caso de que al cierre haya vencido la operación de futuros y no la operación asociada. Lo normal es que la realización de la operación asociada sea anterior o simultánea al vencimiento de la operación de futuros. De no ser así se registrarán los resultados derivados de la liquidación de la operación de futuros tal y como veremos en el apartado correspondiente a la liquidación de la operación.

7.1.3 A la liquidación de la operación

a.- *Cuando se trate de un contrato de venta*

- A la entrega a la contrapartida del activo comprometido EN CASO DE PÉRDIDA y cuando el activo entregado hubiera estado registrado al cierre del ejercicio anterior:

Tesorería

Provisiones

(Cuentas del subgrupo 29 o 49 que
corresponda según el activo objeto
del contrato)

A Activo

Donde la cuenta de “**Provisiones.....**” recogerá la pérdida registrada por la diferencia entre el valor al cual fue registrado el activo entregado y el importe percibido según el valor fijado en el contrato.

- A la entrega a la contrapartida del activo comprometido EN CASO DE PÉRDIDA y cuando el activo entregado hubiera sido registrado en el mismo ejercicio del vencimiento del contrato:

Tesoreria

Perdidas

(Cuenta de pérdidas del
grupo 6 que corresponda según
la naturaleza del activo entregado)

A Activo

Donde la cuenta de “**Perdidas**” recogerá la diferencia entre el valor al cual fue registrado el activo entregado y el importe percibido según el valor fijado en el contrato.

Conviene recordar que la provision dotada en estos casos (operaciones aseguradas no registradas al cierre del ejercicio anterior) será aplicada al cierre del ejercicio mediante el siguiente asiento:

**Provisión para pérdidas en contratos
a plazo de aseguramiento**

(147)

**A Exceso provision para
riesgos y gastos**

(790)

- A la entrega a la contrapartida del activo comprometido EN CASO DE BENEFICIO y cualquiera que sea la fecha de registro del activo entregado.

Tesorería

A Activo

Beneficios

(Cuenta del Grupo 7 que
corresponda según la naturaleza
del activo entregado)

Donde la cuenta "**Beneficios**" recogerá la diferencia entre el valor al cual fue registrado el activo entregado y el importe percibido según el valor fijado en el contrato.

En el caso de una operación denominada en moneda extranjera la cuenta "Beneficios....." será sustituida por la de "**Diferencias positivas de cambio**"

Cuando la operación hubiera sido registrada mediante asientos de orden la cuenta de Activo correspondiente se abonaría con cargo a la cuenta "Obligaciones por operaciones aseguradas" y la cuenta de Tesorería se cargaría con abono a una cuenta del subgrupo 44 "Deudores varios"

b) Cuando se trate de un contrato de compra

A la recepción del activo comprometido en la operación de futuros

Activo

A Tesorería

(57)

Gastos por compras mediante

contratos a plazo

(276)

Donde la cuenta de Activo recogerá el importe satisfecho por dicho activo fijado en el contrato así como el importe de los gastos derivados de la operación

Cuando el activo adquirido sea un activo fijo o destinado a una operaciones futura de circulante, sólo procederá efectuar el registro contable correspondiente a la adquisición.

Ahora bien podrá suceder que el activo adquirido mediante el contrato esté destinado a la cancelación de un pasivo. Generalmente este será el caso de la adquisición de una divisa destinada a cancelar una obligación de pasivo denominada en moneda extranjera.

En estos casos a la aplicación del activo a la cancelación del pasivo. EN CASO DE PERDIDA y cuando dicho pasivo hubiera sido registrado en el ejercicio anterior, el asiento será:

Pasivo	a	Activo
asegurado		adquirido mediante el contrato

Donde el importe del activo aplicado será coincidente con el importe del pasivo cancelado ya que el ajuste de la diferencia existente ya fue realizado y recogido al cierre del ejercicio anterior en la cuenta diferencia negativa de cambio

A la aplicación del activo a la cancelación del pasivo. EN CASO DE PERDIDA y cuando dicho pasivo hubiera sido registrado en el mismo ejercicio del vencimiento del contrato. En este caso el asiento será:

Pasivo

Asegurado

Diferencias negativas de cambio**(668)****A Activo**

Donde la cuenta "Diferencias negativas de cambio" estará recogiendo la diferencia entre el importe al cual ha sido registrado el pasivo asociado a la operación de aseguramiento y el valor al cual ha sido adquirido mediante el contrato el activo destinado a su cancelación

En el caso de que la operación no correspondiera concretamente a una operación en divisas, la cuenta de gasto utilizado será: la de la Provisión o cualquiera del grupo 6 que corresponda a la naturaleza del pasivo asegurado.

A la aplicación del activo a la cancelación del pasivo. EN CASO DE BENEFICIO cualquiera que sea la fecha de registro del pasivo asociado. En este caso el asiento será:

Pasivo**A Activo****Diferencias positivas de cambio****(768)**

En el caso de que la operación no correspondiera concretamente a una operación en divisas, la cuenta de ingreso utilizada será cualquiera del grupo 7 que corresponda a la naturaleza del pasivo asegurado.

Por la recuperación en su caso del deposito constituido:

Tesorería

(57)

**a Depósitos constituidos por
contratos a plazo**

(567)

En el caso de que, como consecuencia de anticipar o demorar la entrega del activo comprometido, se produzca una variación en el precio prefijado dicha diferencia se registrará como un ingreso o gasto financiero según proceda.

Cuando la operación hubiese sido registrada mediante asientos de orden la cuenta de Activo se cargará con abono a la cuenta "Derechos por operaciones aseguradas" y la cuenta de Tesorería se abonaría con cargo a una cuenta del subgrupo 41 "Acreedores varios"

7.2 Contratos de cobertura de riesgos

Para calificar una operación de cobertura de riesgos será necesario que dicha operación pueda ser asimilada una operación de compra/venta aplazada de un elemento ya registrado. Para ello, será necesario:

- Que el activo comprometido en el contrato sea coincidente con el elemento cubierto o, en su defecto que el precio de mercado utilizado a efectos de valoración del contrato sea el mismo que el precio de mercado correspondiente al elemento cubierto.
- Que el elemento cubierto corresponda a un elemento ya registrado. No podemos considerar una cobertura de un riesgo de pérdida de un elemento no registrado. La cobertura de una operación por realizar en realidad es una operación de aseguramiento del valor de venta, de compra o de un margen.

Por tanto, únicamente podrá considerarse una operación de futuros como de cobertura de riesgos cuando básicamente se cumplan tres condiciones:

- 1ª Que el elemento cubierto haya sido previamente registrado.
- 2ª Que el elemento cubierto pueda ser siempre y en cualquier caso valorado al precio fijado en el contrato. Para ello sería necesario:
 - a) que el activo comprometido en el contrato sea coincidente con el elemento cubierto *(Ahora bien esta condición limitaría enormemente la operaciones de cobertura)*

b) O bien, que el precio de mercado del elemento cubierto sea igual que el utilizado a efectos de valoración del activo comprometido en el contrato.

3ª Que existan garantías razonables en cuanto al cumplimiento del contrato por la contrapartida y de que el elemento cubierto será realizado.

En el caso de que no se cumplan estas condiciones básicas, la operación de futuros deberá ser considerada como una operación independiente (*contratos a financieros plazo*) a la cual le deberán ser aplicados los criterios propuestos para estos contratos (*Ver apartado 7.3*)

7.2.1 A la formalización del contrato

La valoración del elemento cubierto al precio fijado en el contrato supone que el resultado derivado de la operación vendrá determinado por la diferencia entre el valor fijado en el contrato para el activo comprometido y el valor al cual se encuentra registrado el activo o pasivo cubierto. Por tanto, dicho resultado no dependerá de la evolución del precio de mercado del activo comprometido. Esto será así aun en el caso de que la operación tuviera que ser liquidada por el sistema de diferencias ya que al ser iguales los precios de mercado respectivos el resultado neto final será el mismo en el caso de que se liquiden por separado el elemento cubierto y el contrato o cuando se liquide el contrato mediante la entrega física del elemento cubierto.

Siendo así, el importe de las cantidades a cobrar/pagar como consecuencia del contrato serán idénticas durante toda la vigencia de dicho contrato al importe de la obligación/derecho contraído. Se trata por tanto de una operación fuera de balance que podrá ser registrada mediante asientos de orden utilizando cuentas del grupo 0.

Cuando se trate de una operación de compra el asiento de orden que podría realizarse sería:

Por el reconocimiento del derecho a recibir el activo comprometido (o bien su contravalor) y de la deuda contraída

Derechos por contratos

a plazo de cobertura de riesgos

A Acreedores

Por el importe nominal del contrato

Cuando se trate de una operación de venta:

Por el reconocimiento del crédito y de la obligación a entregar el activo comprometido o bien su contravalor.

Deudores

A Obligaciones por contratos

a plazo de cobertura de riesgos

Por el importe nominal del contrato

Ahora bien, teniendo en cuenta que el resultado de la valoración del elemento cubierto corresponde a un resultado definitivo, dicho resultado deberá ser reconocido en el mismo momento de la formalización del contrato.

Esto significa que la pérdida a registrar podría ser registrada mediante la cuenta correspondiente en la cuenta de Perdidas y Ganancias del ejercicio.

Sin embargo, puede suceder que a su vencimiento la operación se liquide bien, mediante la entrega física del activo coprometido o, por el sistema de diferencias. Circunstancia que en muchos casos no es posible conocer en el momento de la formalización del contrato.

Evidentemente si el contrato se liquida a su vencimiento mediante el sistema de diferencias resultará que, aún cuando el resultado neto final de la operación de cobertura sea el mismo, dicho resultado se verá descompuesto en un resultado registrado por la operación de futuros y otro por la realización en el mercado del activo o pasivo cubierto.

Por esta razón será más razonable reconocer la pérdida cierta mediante la dotación de la correspondiente provision.

De esta forma, según la liquidación practicada podran ser reconocidos los resultados obtenidos en la cuenta que corresponda.

Así, por la diferencia negativa derivada de la valoración del activo o pasivo cubierto
Se realizaría el siguiente asiento:

**Dotacion a la provision para contratos
a plazo de cobertura de riesgos
(6984)**

**a Provisión para pérdidas en contratos
a plazo de cobertura de riesgos
(1471)**

Por el importe que resulte de comparar: el valor al cual se encuentra registrado el activo o pasivo cubierto con el valor fijado en el contrato al activo comprometido.

Puesto que la operación cubierta pueda corresponder a un elemento NO DE ACTIVO FIJO, y que por otra parte la operación pueda ser liquidada por el sistema de diferencias, será conveniente utilizar una cuenta de Provisiones no compensadora.

La provision dotada será necesariamente aplicada al cierre del ejercicio siguiente

Evidentemente si el contrato está cubriendo una operación a mas de un año, el resultado no será definitivo.ya que el precio prefijado en el contrato podrá estar sujeto a variación. En estas circunstancias, y teniendo en cuenta que el contrato puede estar sujeto a reconducciones, variando así el importe a provisionar, la provision podrá efectuarse al cierre del ejercicio.

Si en fecha posterior se producen reconducciones del contrato, que den lugar a un nuevo precio, se procederá a regularizar el importe de la provision en base a dicha variación de precio.

En el caso de que el resultado fuera positivo se diferirá el reconocimiento de dicho importe hasta el momento de la liquidación del contrato.

Sobre este particular hay que tener en cuenta dos cuestiones: en primer lugar dicho beneficio, aun cuando corresponda a un importe cierto, no es un importe cuyo pago es asumido por la contrapartida de la operación. Para que esto fuera así sería necesario que estuviera comprometida la entrega física del activo comprometido. En segundo lugar, al valorar el elemento cubierto al precio del contrato ya estamos compensando la pérdida registrable con el beneficio ha obtener por la operación de futuros. Por tanto, el objetivo de la cobertura estará cumplido. Si se produce un exceso beneficio registrarlo sería darle un carácter especulativo a la operación.

No es habitual, pero en el caso de que a la formalización del contrato se exija la constitución de garantías el asiento a realizar sería el siguiente:

**Depósitos constituidos por
contratos a plazo**

(567)

a Tesorería

(57)

Por el importe depositado

Por los gastos de transacción de la operación:

Con carácter general dichos gastos se registraran directamente en el ejercicio como un gasto financiero

Gastos financieros

(669)

A Tesorería

(57)

Por el importe satisfecho a la formalización del contrato o durante su vigencia

Ahora bien en el caso de un contrato de COMPRA que exija la entrega física del activo comprometido, dichos gastos se registraran en cuenta de balance hasta el momento en el que materializada la compra dicho gasto pueda ser incorporado al coste de adquisición.

Gastos por compras mediante

contratos a plazo

(276)

a Tesorería

(57)

Por el importe satisfecho a la formalización del contrato o durante su vigencia

7.2.2 A la liquidación del contrato

A su vencimiento la operación podrá liquidarse:

a. - Mediante la entrega física del activo comprometido

b. - Por diferencias de valor

a. - Mediante la entrega física del activo comprometido

a) Cuando se trate de una operación de venta

- A la entrega del activo comprometido, en caso de BENEFICIO de la operación, el asiento sería:

Tesorería

A Activo

Beneficios.....

Cuenta del Grupo 7 que

corresponda según la naturaleza

del activo entregado

La cuenta beneficios estará recogiendo la diferencia existente entre el valor al cual se encuentra registrado el activo entregado y el importe percibido según lo establecido en el contrato

- A la entrega del activo comprometido en caso de PERDIDA, realizariamos el siguiente asiento:

Tesoreria

Pérdidas

(Cuentas del Grupo 6 según

la naturaleza del activo entregado)

a Activo

cubierto

La cuenta “**Pérdidas....**” estará recogiendo la diferencia existente entre el valor al cual se encuentra registrado el activo entregado y el importe percibido según lo establecido en el contrato

En el caso de registrar el contrato mediante asientos de orden, la contrapartida de la cuenta de Tesorería sería la cuenta "Deudores" y el activo entregado se abonaría con cargo a la cuenta "Obligaciones por contratos a plazo de cobertura".

Por la aplicación de la provisión dotada a la formalización del contrato, o en su caso al cierre del ejercicio anterior, realizaremos el siguiente asiento.

**Provisiones para pérdidas en contratos
a plazo de cobertura de riesgos
(1471)**

**a Exceso provision para
riesgos y gastos
(790)**

Por el importe de la provisión existente

b) Cuando se trate de una operacion de compra

A la recepcion del activo comprometido en la operación

Activo

(adquirido mediante
el contrato)

A Tesorería

(57)

**Gastos por compras mediante
contratos a plazo**

(276)

El activo recibido será registrado por el importe satisfecho según acuerdo del contrato más el importe de los gastos derivados de la operación

Cuando la operación de compra tenga simplemente la finalidad de asegurar el precio de compra de un activo o el coste de una operación, no procederá el

reconocimiento de ningún resultado, En realidad la operación de cobertura habrá consistido en una simple compra aplazada.

Sin embargo cuando el activo se adquiera con la finalidad de cancelar un pasivo se procederá a:

Por la aplicación del activo adquirido a la cancelación de un pasivo cuando a dicha cancelación se produzca un BENEFICIO

Pasivo

(cubierto)

A Activo

(adquirido mediante el contrato)

Beneficios

cuentas del Grupo 7 que corresponda
según la naturaleza del pasivo
cancelado

La cuenta “**Beneficios**” estará recogiendo la diferencia entre el valor al cual se encuentra registrado el pasivo cubierto y el valor total de adquisición del activo recibido como consecuencia del contrato.

Por la aplicación del activo adquirido a la cancelación de un pasivo cuando a dicha cancelación se produzca una PERDIDA

Pasivo

(Cubierto)

Perdidas.....

Cuentas del Grupo 6 que corresponda

Según la naturaleza del pasivo cancelado

A Activo

(Adquirido)

Por la aplicación de la provision dotada a la formalizacion, o en su caso al cierre del ejercicio anterior realizaremos el siguiente asiento:

Provisiones para pérdidas en contratos

a plazo de cobertura de riesgos

(1471)

a Exceso de provision para

riesgos y gastos

(790)

Por el importe de la provision existente

2º Liquidación por el sistema de diferencias

Cuando el contrato se liquide por el sistema de diferencias hay que tener en cuenta que el contrato de futuros y la operación cubierta se disocian de tal forma que se obtendrá un resultado por la liquidación del contrato de futuros y otro por la realización en el mercado del activo o pasivo cubierto.

El resultado del contrato vendrá determinado por la diferencia entre el valor fijado en el contrato para el Activo comprometido y su valor vigente en el mercado. Por su parte el resultado a reconocer por el elemento cubierto vendrá determinado por la diferencia entre el valor al cual se encuentra registrado y su valor de realización en el mercado.

El registro será el mismo para el caso de una operación de venta o compra.

Así pues hemos de distinguir los asientos derivados de la liquidación del contrato y los asientos derivados de la realización del activo o pasivo cubierto.

1.- Por el resultado derivado de la liquidación del contrato

1.1 En el caso de que el contrato genere una pérdida

Por la cantidad reconocida a la contrapartida;

**Perdidas en contratos a plazo
de cobertura de riesgos
(6750)**

**a Acreedores por contratos a plazo
de cobertura de riesgos
(412)**

La cuenta “**Pérdidas en contratos**” recogerá el importe de la pérdida producida por el contrato y que vendrá determinada:

- En el caso de una operación de venta por la diferencia negativa entre el valor fijado en el contrato y el valor vigente en el mercado del activo comprometido:

- En el caso de una operación de compra: por la diferencia positiva entre entre el valor fijado en el contrato y el valor vigente en el mercado del activo comprometido.

La cuenta 675 se incluirá en la Cuenta de Resultados como gastos financieros en un apartado independiente como “**Resultados negativos en contratos a plazo**”

1.2 En el caso de que el contrato genere un beneficio

Por la cantidad reconocida a la contrapartida;

Deudores por contratos a plazo

de cobertura de riesgos

(442)

a Beneficios en contratos a plazo

de cobertura de riesgos

(7760)

La cuenta “**Beneficios en contratos de**” recogerá el importe de la pérdida producida por el contrato y que vendrá determinada:

- En el caso de una operación de venta por la diferencia positiva entre el valor fijado en el contrato y el valor vigente en el mercado del activo comprometido:

- En el caso de una operación de compra: por la diferencia negativa entre el valor fijado en el contrato y el valor vigente en el mercado del activo comprometido.

La cuenta 776 se registrará en la cuenta de Resultados como Ingreso financiero y en un apartado independiente como **Resultados positivos por contratos a plazo**

Por la aplicación, en su caso de la provision dotada bien a la formalización del contrato o al cierre del ejercicio.

Provisiones para pérdidas en contratos

a plazo de cobertura de riesgos

(1471)

a Exceso provision para

riesgos y gastos

(790)

Por el importe de la provision existente

1.2 Por los resultados derivados de la realización en el mercado del activo o pasivo cubierto

Los asientos a realizar serán los que normalmente realizaremos a la realización de un activo o cancelación de un pasivo.

El resultado obtenido será registrado en la cuenta del Grupo 6 o 7 que corresponda según la naturaleza del activo o pasivo realizado.

Es decir, como vemos, en estos casos, y a efectos contables, la operación de futuros de cobertura se disocia de la operación cubierta generando dos

operaciones independientes a las cuales les serán de aplicación los criterios y normas de contabilización establecidos.

En el caso de que, como consecuencia de anticipar o demorar la entrega del activo comprometido se produzca una variación del precio prefijado, dicha diferencia se registrará como un gasto o ingreso financiero según proceda.

7.3 Contratos financieros a plazo

Se trata de aquellas operaciones a plazo que no pueden ser asimiladas a una operación de compra/venta aplazada o de aseguramiento (para lo cual la condición básica es que el activo comprometido en el contrato sea coincidente con el activo o pasivo cubierto o en su defecto que el precio de mercado utilizado a efectos de la valoración del contrato sea el mismo que el valor de mercado correspondiente al elemento cubierto).

Es evidente que si la operación no puede ser asimilada a una operación de compra venta aplazada el valor de realización del activo o pasivo cubierto NO podrá estar asociado al valor fijado en el contrato para el activo comprometido.

Siendo así lo que resultará es que nos encontraremos ante una operación independiente cuya finalidad es la obtención de un beneficio que podrá estar destinado:

- A compensar las posibles pérdidas de un elemento u operación ya registrada o por registrar.
- A compensar un flujo de caja negativo en una operación futura
- A la simple obtención de un beneficio

7.3.1 A la formalización del contrato

Hay que tener en cuenta que el resultado del contrato de futuros viene determinado por la variación que se produzca en el precio de mercado del activo comprometido respecto al precio que le fue prefijado a dicho activo en el contrato.

Esto supone que durante la vigencia del contrato variará el valor de los activos que, en cumplimiento del contrato, deban recibirse o entregarse. Siendo así, resultará que la cantidad a cobrar o pagar, fijada inicialmente, se mantendrá invariable hasta el vencimiento del contrato, pero no así el valor de los activos a entregar o recibir.

Esto significará que, al no ser coincidentes los importes a cobrar/pagar con los valores de los activos a entregar/recibir no podemos, desde una perspectiva contable, calificar la operación como de las denominadas de “fuera de balance”

Por tanto, será necesario que a su formalización se registren estos contratos en el sistema contable principal con el fin de que, durante la vigencia del contrato, podamos ajustar a su valor de mercado el valor de los activos a recibir o entregar comprometidos en el contrato permitiéndonos así registrar el resultado de la operación en cada periodo.

Así el asiento a realizar a la formalización del contrato sería:

a) Cuando se trate de una operación de venta

Deudores por contratos

financieros a plazo

(446)

a Obligaciones por contratos

financieros a plazo

(522)

La cuenta “**Deudores por contratos financieros.....**” recogerá el derecho a cobrar al vencimiento de la operación el importe fijado en el contrato por la venta del activo o instrumento comprometido.

La cuenta “**Obligaciones por contratos.....**” recogerá la obligación derivada del contrato a entregar el activo o instrumento comprometido por el valor que le ha sido asignado a la formalización del contrato. Dicho importe será inicialmente coincidente con el importe registrado en la cuenta “**Deudores por contratos financieros.....**”

c) Cuando se trate de una operación de compra

Derechos por contratos

financieros a plazo

(218)

a Acreedores por contratos

financieros a plazo

(416)

La Cuenta “**Derechos por contratos financieros.....**” recogerá el derecho derivado del contrato a recibir el activo o instrumento comprometido, por el valor que le ha sido asignado a la formalización del contrato. Dicho importe será inicialmente coincidente con el importe registrado en la cuenta “**Acreedores por contratos financieros.....**”

La cuenta “**Acreedores por contratos financieros.....**” recogerá la obligación de pagar al vencimiento de la operación el importe fijado en el contrato por la compra del activo o instrumento comprometido.

Generalmente y especialmente en el caso de los contratos formalizados en mercados organizados la sociedad rectora de dicho mercado exigirá la constitución de un depósito de garantía en cobertura de las posibles pérdidas.

Por la constitución de dicho depósito se realizará el siguiente asiento:

Depositos constituidos por

contratos a plazo

(567)

a Tesorería

(57)

Por el importe depositado

Por los gastos de transacción de la operación:

Con carácter general dichos gastos se registraran directamente en el ejercicio como un gasto financiero

Gastos financieros

(669)

A Tesorería

(57)

Por el importe satisfecho a la formalización del contrato o durante su vigencia

Ahora bien en el caso de un contrato de COMPRA que exija la entrega física del activo comprometido, dichos gastos se registraran en cuenta de balance hasta el momento en el que materializada la compra dicho gasto pueda ser incorporado al coste de adquisición.

Gastos por compras mediante

contratos a plazo

(276)

a Tesorería

(57)

Por el importe satisfecho a la formalización del contrato o durante su vigencia

7.3.2 Al cierre del ejercicio

Al final de cada periodo, y necesariamente al cierre del ejercicio, se ajustará a su valor de mercado el valor al cual se encuentran registrados los derechos u obligaciones derivados del contrato.

Los asientos a realizar serán los siguientes:

a) Cuando se trate de una operación de venta

- En el caso de que el ajuste al valor de mercado de la obligación contraída suponga una PERDIDA:

Pérdidas en contratos

financieros a plazo

(6751)

a Obligaciones por contratos

financieros a plazo

(522)

Por el importe que corresponda a la diferencia negativa entre: el valor al cual se encuentra registrado el activo o instrumento entregable y su valor vigente en el mercado.

La cuenta 675 se incluirá en la cuenta de Resultados en un apartado independiente como un resultados financieros bajo el epigrafe **Resultados negativos en contratos a plazo.**

- En el caso de que el ajuste de la obligación a su valor de mercado suponga un BENEFICIO

Obligaciones por contratos

financieros a plazo

(522)

a Diferencias positivas en contratos

financieros a plazo

(137)

Por el importe que corresponda a la diferencia positiva entre: el valor al cual se encuentra registrado el activo entregable y su valor vigente en el mercado.

La cuenta “**Diferencias positivas**permanecerá en el Balance como un ingreso a distribuir hasta su materialización momento en el cual dicho importe se registrará en resultados mediante la cuenta de ingresos “**Beneficios en contratos financieros a plazo**”

No obstante, cuando el resultado positivo a registrar, derivado de dicha valoración, se corresponda con un importe cierto exigible a la contrapartida, dicho importe se registrará directamente en la cuenta de resultados. En este caso el asiento sería:

Obligaciones por contratos**financieros a plazo****(522)****a Beneficios en contratos****financieros a plazo****(7761)**

Por el importe que corresponda a la diferencia positiva entre: el valor al cual se encuentra registrado el activo entregable y su valor vigente en el mercado.

La cuenta 776 se incluirá en la cuenta de Resultados en un apartado independiente como un resultados financieros bajo el epigrafe **Resultados positivos en contratos a plazo.**

b) Cuando se trate de una operación de compra

- En el caso de que el ajuste del derecho registrado suponga una PERDIDA

Pérdidas en contratos

financieros a plazo

(6751)

a Derechos por contratos

financieros a plazo

(218)

Por el importe que corresponda a la diferencia positiva entre: el valor al cual se encuentra registrado el activo o instrumento a recibir y su valor vigente en el mercado.

La cuenta 675 se incluirá en la cuenta de Resultados en un apartado independiente como un resultado financiero bajo el epigrafe **Resultados negativos en contratos a plazo.**

- En el caso de que el ajuste del derecho registrado suponga un BENEFICIO

Derechos por contratos

financieros a plazo

(218)

a Diferencias positivas por

contratos financieros a plazo

(137)

Por el importe que corresponda a la diferencia negativa entre: el valor al cual se encuentra registrado el derecho por el activo a recibir y el valor vigente en el mercado de dicho activo.

La cuenta “**Diferencias positivas**permanecerá en el Balance como un ingreso a distribuir hasta su materialización, momento en el cual su saldo se registrará en resultados mediante la cuenta de ingresos “**Beneficios en contratos financieros a plazo**”

No obstante, cuando el resultado positivo a registrar, derivado de dicha valoración, se corresponda con un importe cierto exigible a la contrapartida, dicho importe se registrará directamente en la cuenta de resultados. En este caso el asiento sería:

Derechos por contratos

financieros a plazo

(218)

a Beneficios en contratos

financieros a plazo

(7761)

Por el importe que corresponda a la diferencia negativa entre: el valor al cual se encuentra registrado el activo a recibir y su valor vigente en el mercado.

A la liquidación de la operación

Al vencimiento de la operación se procederá

a) Cuando se trate de una operación de venta

A su vencimiento, la operación podrá liquidada:

- 1.- Mediante la entrega física del activo o instrumento comprometido
- 2.- Mediante la liquidación por diferencias de valor

Además también analizaremos aquellas operaciones que están sujetas a liquidaciones diarias

1.- Mediante la entrega física del activo o instrumento comprometido

A pesar de que las denominadas operaciones a plazo utilizan generalmente como activo o instrumento objeto del contrato un derivado, y aun teniendo en cuenta que la entrega física del activo comprometido suele producirse sólo en aquellos casos en los que el activo objeto del contrato se corresponde con un activo ya registrado o por registrar (*operaciones de aseguramiento o de cobertura de riesgos*), queremos contemplar la posibilidad de que dicha entrega física pueda también producirse en el caso de las operaciones financieras a plazo.

Por la liquidación practicada al vencimiento del contrato:

Obligaciones por contratos

financieros a plazo

(522)

a Activo

(Cuenta de activo que corresponda
según la naturaleza del activo)

La cuenta “**Obligaciones por contratos financieros.....**” se cargará por el saldo existente.

La cuenta “**Activo**” recogerá el coste de adquisición o valor neto al cual se encuentra registrado el activo entregado. Generalmente dicho activo habrá sido adquirido a su valor de mercado. Por tanto, dicho importe será, normalmente, igual al saldo registrado por la “**Cuenta Obligaciones por contratos financieros.....**”, después de efectuados los sucesivos ajustes.

Sin embargo, y teniendo en cuenta que la cuenta “**Obligaciones por contratos financieros.....**” se ajusta periódicamente, podrá suceder que al momento del vencimiento dichos importes no sean coincidentes con lo cual será necesario reconocer en resultados la diferencia.

En ese caso, la posible diferencia entre el saldo de la cuenta “**Obligaciones por contratos financieros.....**” y el importe de la cuenta “**Activo**”,

se registrará en la cuenta **“Perdidas o Beneficios en contratos financieros a plazo”** según proceda.

En el caso de que se hubiesen efectuado, durante la vigencia del contrato, ajustes a la cuenta **“Obligaciones por contratos financieros.....”** con abono a la cuenta de Balance **“Diferencias positivas por contratos financieros.....”** será el momento de registrar la materialización de dicho beneficio.

**Diferencias positivas por contratos
financieros a plazo**

(137)

**a Beneficios en contratos
financieros a plazo**

(7761)

Por el saldo pendiente de aplicar a resultados derivados de esta operación.

Por la cantidad recibida de la contrapartida a la liquidación del contrato

Tesorería

(57)

**a Deudores por contratos
financieros a plazo**

(446)

Por el importe fijado a la formalización del contrato por la venta del activo comprometido.

Por la recuperación del depósito constituido

Tesoreria

(57)

**a Depósitos constituidos por
contratos a plazo**

(567)

Por el saldo existente

2.- Mediante la liquidación por diferencias de valor

Por la cancelación de la obligación contraída :

Obligaciones por contratos

financieros a plazo

(522)

a Tesoreria

(57)

La cuenta **“Obligaciones por contratos financieros.....”** se cargará por el saldo existente.

El importe abonado a la contrapartida será el valor asignado en el momento de la liquidación al activo comprometido en el contrato y que deberá ser el mismo que el correspondiente a su valor vigente en el mercado. Por ello, el saldo de la cuenta **“Obligaciones.....”**, después de efectuados los sucesivos ajustes, deberá tener un saldo igual al importe a pagar a la contrapartida.

Sin embargo, y teniendo en cuenta que la cuenta **“Obligaciones.....”** se ajusta periódicamente, podrá suceder que al momento del vencimiento dichos importes no sean coincidentes con lo cual será necesario reconocer en resultados la diferencia.

En su caso, la posible diferencia entre el valor de dicho saldo y el importe abonado a la contrapartida, se registrará en la cuenta **“Perdidas o Beneficios en contratos financieros a plazo.....”** según proceda.

En el caso de que se hubiesen efectuado, durante la vigencia del contrato, ajustes a la cuenta **“Obligaciones por contratos financieros.....”** con abono a la cuenta de Balance **“Diferencias positivas en contratos financieros.....”** será el momento de registrar la materialización de dicho beneficio.

**Diferencias positivas por
contratos financieros a plazo**

(137)

**a Beneficios en contratos
financieros plazo**

(7761)

Por el saldo pendiente de aplicar a resultados derivados de esta operación.

Por la liquidación en efectivo del contrato:

- Por la cantidad recibida de la contrapartida

Tesoreria

(57)

**a Deudores por contratos
financieros a plazo**

(446)

Por el importe fijado a la formalización del contrato por la venta del activo comprometido.

Por la recuperación del depósito constituido

Tesorería

(57)

**a Depósitos constituidos por
contratos a plazo**

(567)

Por el saldo existente

3.- Operaciones sujetas a liquidaciones diarias

Los contratos de futuros que hemos denominado “por operaciones financieras” suelen estar formalizados en mercados organizados los cuales están sujetos a liquidaciones diarias realizadas por la Sociedad gestora de dicho mercado.

Teniendo en cuenta que dicho contrato tiene un vencimiento fijo para su cancelación habría que considerar dichas liquidaciones diarias como liquidaciones a cuenta de la liquidación final.

Por tanto, por las cantidades pagadas o cobradas derivadas de dichas liquidaciones se procederá a:

- Por las cantidades a cuenta pagadas a la Sociedad gestora.Caso de que la liquidación diaria devengue PERDIDA.

Cuentas corrientes con agentes

en contratos a plazo

(559)

a Tesorería

(57)

Por el importe que corresponda a la diferencia negativa entre el valor aplicado por la Sociedad gestora en la liquidación del día anterior y el valor vigente en el mercado para el elemento comprometido.

- Por las cantidades a cuenta percibidas de la Sociedad gestora.Caso de que la liquidación diaria devengue BENEFICIO.

Tesorería

(57)

a Cuentas corrientes con agentes

mediadores en contratos a plazo

(559)

Por el importe que corresponda a la diferencia positiva entre el valor aplicado por la Sociedad gestora en la liquidación del día anterior y el valor vigente en el mercado para el elemento comprometido.

Dichas “**Cuentas corrientes con agentes.....**” se cancelaran a la liquidación final del contrato con cargo o abono, según proceda, a los importes a cobrar o pagar derivados de la liquidación practicada

Evidentemente en el caso de operaciones sujetas a liquidaciones diarias, los ajustes por beneficios que fuera necesario realizar a lo largo de la vigencia del contrato podran ser considerados “beneficios realizados” con lo cual no será necesario utilizar la cuenta (137) “Diferencias positivas por contratos.....” Dicho beneficio se registrará en la cuenta (7761) “Beneficios en contratos.....”

b) Cuando se trate de una operación de compra

1.- Mediante la entrega física del activo o instrumento comprometido

Al recibir de la contrapartida el activo comprometido en el contrato:

Activo

(Cuenta que corresponda
según la naturaleza del
activo recibido)

**a Derechos por contratos
financieros a plazo
(218)**

La cuenta “**Activo.....**” recogerá el importe del valor de mercado o valor asignado por la Sociedad liquidadora al activo comprometido en el contrato.

La cuenta “**Derechos por contratos financieros.....**” se abonará por el saldo existente.

Generalmente el importe registrado en la cuenta “**Activo.....**” será coincidente con el importe registrado en la cuenta “**Derechos por contratos financieros.....**” ya que ambos importes deben corresponder al valor vigente en el mercado del activo comprometido.

Sin embargo, y teniendo en cuenta que la cuenta “**Derechos por contratos financieros.....**” se ajusta periódicamente, podrá suceder que al momento del vencimiento dichos importes no sean coincidentes con lo cual será necesario reconocer en resultados la diferencia.

En su caso, la posible diferencia entre el valor de dicho saldo y el importe a cobrar a la contrapartida, se registrará en la cuenta **“Perdidas o Beneficios en contratos financieros a plazo.....”** según proceda.

Ahora bien, en este caso **conviene hacer la siguiente salvedad.** Debemos recordar que mediante este asiento el Activo recibido será registrado a su valor vigente en el mercado. En la medida que dicho valor sea inferior al coste fijado en el contrato (en definitiva el coste de adquisición del activo), no tendremos problemas de valoración. Ahora bien, en el caso contrario el activo habrá sido registrado a un sobrevalor. Dicho sobre valor será la diferencia positiva entre: el importe al cual ha sido registrado el activo (valor de mercado) y su coste de adquisición real (es decir, el importe pagado por él y que se corresponderá con el importe de compra que fue fijado en el contrato).

Por este sobrevalor deberá dotarse una provision con el fin de que finalmente el activo recibido figure registrado a su coste de adquisición. De esta forma el efecto neto en la cuenta de resultados será cero.

En el caso de que se hubiesen efectuado, durante la vigencia del contrato, ajustes a la cuenta **“Obligaciones por contratos financieros**” con abono a la cuenta de Balance **“Diferencias positivas en contratos**

financieros” será el momento de registrar la materialización de dicho beneficio.

Diferencias positivas por contratos

financieros a plazo

(137)

a Beneficios en contratos

financieros a plazo

(7761)

Por el saldo pendiente de aplicar a resultados derivados de esta operación.

Por la cantidad abonada a la contrapartida a la liquidación del contrato

Acreedores por contratos

financieros a plazo

(416)

A Tesorería

(57)

Por el importe fijado a la formalización del contrato por la compra del activo comprometido.

Por la recuperación del depósito constituido

Tesorería

(57)

**a Depósitos constituidos por
contratos a plazo**

(567)

Por el saldo existente

2.- Mediante la liquidación por diferencias de valor

Por el importe abonado por la contrapartida :

Tesorería

(57)

a Derechos por contratos

financieros a plazo

(218)

La cuenta “**Tesorería**” registrará el importe cobrado derivado de la liquidación y que deberá corresponderse con el importe del valor de mercado o valor asignado por la Sociedad liquidadora al activo comprometido en el contrato.

La cuenta “**Derechos por contratos financieros.....**” se abonará por el saldo existente.

Generalmente el importe registrado en la cuenta “**Tesorería**”.será coincidente con el importe registrado en la cuenta “**Derechos por contratos financieros.....**” ya que ambos importes deben corresponder al valor vigente en el mercado del activo comprometido.

Sin embargo, y teniendo en cuenta que la cuenta “**Derechos por contratos financieros.....**” se ajusta periódicamente, podrá suceder que al momento del

vencimiento dichos importes no sean coincidentes con lo cual será necesario reconocer en resultados la diferencia.

En su caso, la posible diferencia entre el valor de dicho saldo y el importe a cobrar a la contrapartida, se registrará en la cuenta “**Perdidas o Beneficios en contratos financieros a plazo.....**” según proceda.

En el caso de que se hubiesen efectuado, durante la vigencia del contrato, ajustes a la cuenta “**Obligaciones por contratos financieros**” con abono a la cuenta de Balance “**Diferencias positivas en contratos financieros.....**” será el momento de registrar la materialización de dicho beneficio.

**Diferencias positivas por
contratos financieros a plazo**

(137)

**a Beneficios en contratos
financieros a plazo**

(7761)

Por el saldo pendiente de aplicar a resultados derivados de esta operación.

Por el pago a la contrapartida de obligación contraída:

Acreedores por contratos

financieros aplazo

(416)

a Tesorería

(57)

Por el importe fijado a la formalización del contrato por la compra del activo comprometido.

Por la recuperación del deposito constituido

Tesoreria

(57)

**a Depositos constituidos por
contratos a plazo**

(567)

Por el saldo existente

3.- Operaciones sujetas a liquidaciones diarias

Los contratos de futuros que hemos denominado "por operaciones financieras" suelen estar formalizados en mercados organizados los cuales están sujetos a liquidaciones diarias realizadas por la Sociedad gestora de dicho mercado.

Teniendo en cuenta que dicho contrato tiene un vencimiento fijo para su cancelación habría que considerar dichas liquidaciones diarias como liquidaciones a cuenta de la liquidación final.

Por tanto, por las cantidades pagadas o cobradas derivadas de dichas liquidaciones se procederá a:

- Por las cantidades a cuenta pagadas a la Sociedad gestora. Caso de que la liquidación diaria devengue PERDIDA.

Cuentas corrientes con agentes

mediadores en contratos a plazo

(559)

a Tesorería

(57)

Por el importe que corresponda a la diferencia negativa entre el valor al cual se encuentra registrada la obligación de entrega del activo comprometido y su valor vigente en el mercado.

- Por las cantidades a cuenta percibidas de la Sociedad gestora. Caso de que la liquidación diaria devengue BENEFICIO.

Cuentas corrientes con agentes
mediadores en contratos a plazo
(559)

a Tesorería
(57)

Por el importe que corresponda a la diferencia positiva entre el valor al cual se encuentra registrada la obligación de entrega del activo comprometido y su valor vigente en el mercado.

Dichas “**Cuentas corrientes con agentes.....**” se cancelaran a la liquidación final del contrato con cargo o abono, según proceda, a los importes a cobrar o pagar derivados de la liquidación practicada.

PLAN DE CUENTAS

GRUPO 1

- 137 Diferencias positivas en contratos financieros a plazo
- 147 Provisión para pérdidas en contratos a plazo
 - 1470 Provisión para pérdidas en contratos a plazo de aseguramiento
 - 1471 Provisión para pérdidas en contratos a plazo de cobertura de riesgo

GRUPO 2

- 218 Derechos por contratos financieros a plazo
- 276 Gastos por compras mediante contratos a plazo

GRUPO 4

- 412 Acreedores por contratos a plazo de cobertura de riesgos
- 416 Acreedores por contratos financieros a plazo
- 446 Deudores por contratos financieros a plazo

GRUPO 5

- 522 Obligaciones por contratos financieros a plazo
- 559 Cuentas corrientes con agentes mediadores
- 567 Depósitos constituidos por contratos a plazo

GRUPO 6

675 Pérdidas en contratos a plazo

6750 Pérdidas en contratos a plazo de cobertura de riesgos

6751 Pérdidas en contratos financieros a plazo

698 Dotación a la provisión para contratos a plazo

6984 Dotación a la provisión para contratos a plazo de cobertura de
riesgos

6985 Dotación a la provisión para contratos a plazo de aseguramiento

GRUPO 7

776 Beneficios en contratos a plazo

7760 Beneficios en contratos a plazo de cobertura de riesgos

7761 Beneficios en contratos financieros a plazo

BIBLIOGRAFIA

- ABELLO RIERA, Javier, OLLER MACIAS, Jordi, VILA SANTANDREU, Jordi: "Introducción a las opciones financieras". EADA, Gestión, Barcelona, 1992.
- ADELL, Ramón, ROMEO, Remedios: "Los Contratos de Futuros y Opciones Financieras", Editorial Pirámide, Madrid, 1997.
- AICPA: "Accounting for forward placement and standby commitments and interest rate future contracts". Diciembre, 1980
- ALAMOUTI, K.: "Les Marches á terme d'instruments financiers". AFT. París, 1987.
- ALEXANDER, J., KRICKIC, V.: "Handbook of Financial Futures and Options", KRICKIC, Ed.). 1988.
- ALEXANDRE, J., SCWEDERER, P.: "Les Marches a Terme d'instrument Financiers", Dalloz, París, 1988.
- ALFONSO, F.J.: "Control contable de riesgo de cambio", ICE, julio, págs. 169-181, 1987.
- ALTMAN, E. I. (ed.): "Handbook of Financial Markets and Institutions", Nueva York, John Wiley & Sons, 1987.
- ANASTASSIADES M. y PARANT, P.: "Les Swaps". ESKA editions, 1990.
- ADELL, Ramón y ROMEO, Remedios: "Opciones y Futuros Financieros". Pirámide, 1996.
- ANTL, B.: "Swap finance". Vol. 1 y 2. Euromoney, Londres, 1987.
- ARMENGAUD, M.: "Les mecanismes de la couverture des risques de taux". Revue Francaise de Gestion, nº 59, París, septiembre-octubre, págs. 50 y ss, 1986.
- ARNOLD, T.S.: "Como hacer SWAPS de tipos de interés", Harvard-Deusto Business Review, 3º Trimestre, págs. 85-92, 1985.
- ARRANZ, G.G.: "Operaciones financieras", 1985.

ARTHUR ANDERSEN: "Introducción al uso de los futuros financieros de tipos de interés".
Madrid, 1987.

-----: "Accounting for options", Arthur Andersen and Co. 1986.

ASC: Exposure Draft ED 42, "Accounting for special purpose transactions". ICAEW, London,
Marzo, 1988.

-----: "Report: The Bulletin of the Accounting Standards Committee nº 1", Accountancy,
August, págs. 123 y 124, 1987.

AUGROS, J.C.: "Les Options sur taux d'Intérêt". Ed. Económica. París, 1989.

BABY, J.: y OTROS: "Le Matif. Mode d'emploi", París, 1988.

BAIRD, Allen Jan: "Option market making: trading and risk analysis for the financial and
commodity options markets". John Wiley, New York, 1993.

BAR-YOSEF, S.; LIUNAT, J.: "Investment in commodities futures: The Accounting
implications". ABACUS Vol. 20, nº 2. Enero 1984.

BARUCCI, P.: I contratti futures. Nuovi strumenti per il mercato finanziario italiano. Milán,
Edizione del Sole, 1988.

BEALE, R.: "Trading in gold futures". Woodhead-Faulkner, Cambridge, 1985.

BECKER, M., y otros: "Les marchés à terme d'instruments financiers", París, ESKA, 1985.

BERGES, A.: ONTIVEROS, E.: "Mercados de futuros en instrumentos financieros". Pirámide,
Madrid, 1984.

BIERMAN, H. Jr. Y SMIDT, S.: "The Capital budgetin decision". MacMillan. New York, 1989.

BLACK, F.: "The Pricing of commodity contracts". Journal of Financial Economics 3. Enero-
marzo, págs. 167-179, 1986.

-----: "One way to estimate volatility". Fischer Black on Options 1. Mayo 1986.

- BLACK, F. Y COX, J.C.: "Valuing corporate securities: Some effects of bond indenture provisions". Journal of Finance. Vol. 17, Nº 2, págs. 351-367, 1976.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. Commodity Futures Trading Commission, and Securities and Exchange Commision. "A Study of the Effects on the Economy of Trading in Futures and Options". Washington, D.C.: Government Printing Office, págs. VII-8-VII, 1984.
- BODIE, Z.; KANE, A., Y MARCUS, A.J.: "Investments". Irwin. Homwood, Illinois, 1989.
- BORREL, Máximo; ROA, Alfonso: El mercado de futuros. Expansión. Madrid, 1990.
- BORRELL, Máximo; ROA, Alfonso: Los mercados de futuros financieros. Introducción a los futuros de tipos de interés. Su utilización en España. Ariel Economía. Barcelona, 1990.
- BORROMEE, C.: "Options de change: l'avis d'un spécialiste", Revue Francaise de Gestion, Nº 59, París, septiembre-octubre, págs. 85 y ss., 1986.
- BRINGHAM, J.: "New financial instruments. Economic and Financial Policy Implications". Symposium de OCDE" sobre Nuevos Instrumentos Financieros. París. 1984.
- BRINDLE, I.: "Off-balance sheet financing", ICAEW. Financial Reporting 1986-87, págs. 49-62 y 1985, págs. 73 a 91, 1985, 1986, 1987.
- CAMBIOS Estructurales en los Mercados Internacionales. International Capital Markets Ocassional Paper nº 43, 1986.
- CAMINO, D.: "Gestión del riesgo financiero internacional en la Empresa", Dykinson, 1995.
- CAPLAN, David L.: "The options advantage: gaining a trading edge over the markets". Probus, Chicago, 1991.
- CARROLL, B.: "A guide to financial futures", 1987.
- CASANOVAS, Montserrat: Opciones financieras. Pirámide, 1992.
- CAVALLA, N.M.: GNI Handbook of traded options. McMillan Reference Books. London, 1989.

CEA GARCÍA, José Luis: "Los nuevos instrumentos financieros y la gestión financiera moderna". Actualidad Financiera, Nos. 45-46, diciembre 1988.

-----: Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y análisis contable. Instituto de Contabilidad y Auditoria de Cuentas. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid. 1990.

-----: Análisis contable de los contratos de futuros. (Inst. de Planificación Contable). 1990.

CLARKE, Roger G.: "Options and futures: a tutorial". The Institute of Chartered Financial Analysis, Virginia, 1992.

COLBURN, J.T.: "Trading in options on futures", New York. Institute of Finance. New York. 1990.

COLBURN, J.T.: "Opciones sobre futuros: un negocio fabuloso". GESMOVASA, Madrid, 1992.

COOPER and LYBRAND: Swap series, IFR self study workbooks, 1992.

CORDIER, J.: Les marchés à terme. París, PUF, 1984.

CORNELL, B.; FREENCH, K.R.: "The pricing of stock index futures". Working Paper Series, Center for the Study of Futures Markets, Columbia Business School, Working Paper CSFM-43. Octubre, 1982.

COTTLE, Charles M.: "Options: Perceptions and Deception". Irwin, 1996.

COURTADON, G.: "Une synthèse des modèles d'évaluation d'option su obligations". Finance. Págs. 161 - 180, 1985.

COX, John C.; RUBINSTEIN, Mark: "A survey of alternative option pricing models". In Mecachem Brenner. Ed., Option Pricing. Lexington. Heath, págs. 3-33, 1983.

----- : Options Markets. Prentice-Hall. New Jersey. USA. 1985.

- COX, J.C.; INGERSOLL, J.E.; ROSS, Jr. y S.A.: "The relation between forward prices and futures prices". *Journal of Financial Economics*, págs. 321-346, 1981.
- ; "A Theory of the term structure of interest rates". *Econometría*, págs. 384-407, 1985.
- COYLE B. y RICE, T.: *Currency swaps, currency risk management, Financial risk management, series 1*, BPP, 1992.
- COYLE, B. y RICE T.: *Interest rate swaps and swaptions, Interest rate risk management, Financial risk management, series 2*, BPP, 1992.
- DAILER, Robert: "Advanced options trading", Probus, 1994.
- DAS, S.: *Swap financing*, IFR books, 1989.
- DE CRISTOBAL Y DE NICOLAS, Lorenzo: *Opciones sobre deuda*. Banco de España. Madrid, 1990.
- DEGUEN, D.: "Nouveaux instruments financiers et les marchés financiers". Documentación Française. París. 1988.
- DIAZ RUIZ, E.: "Los mercados españoles: opciones y futuros financieros". Simancas Ediciones, 1995.
- DICINS, P. (ed.): "Futures & Options Directory'89", Euromoney Pub., Londres, 1989.
- DIEZ DE CASTRO, L.T.; MASCAREÑAS, J.: "Mercados financieros internacionales". Apuntes Departamento de Economía Financiera. Universidad Complutense de Madrid, 1989.
- DUFFIE, Darrel: *Futures Markets*. Prentice-Hall International Editions, 1989.
- DUPLAT, C.A.: "Financement et placements de l'entreprise: Les innovations financières au service de la PME", París. 1988.
- DURBAN, S.: "La Empresa ante el riesgo", 1983.
- DZENICK, M.: *Introduction to Futures Trading & Financial Futures*, Ginebre, IFCL, 1988.

FABOZZI, Frank J.: Winning the interest rate game. A guide to debt options. Probus Publishing Company, 1985.

-----: The handbook of fixed-income options, pricing, strategies and applications". Chicago, 1988.

-----: "Handbook of Financial Markets: Securities, options and futures". Dow Jones-Irwin. Homewood. Illinois, 1980.

FASB Nº 6: "Statement of Financial Accounting Concepts".

FASB Nº 8: "Accounting for the translation of foreign currency financial statements".

FASB Nº 12: Statement of Financial Accounting Standard.

FASB Nº 52: "Foreign currency translation".

FASB Nº 80: "Accounting for future contracts".

FASB técnico Nº 81.1: "Disclosure of interest rate future contracts and forward and standby contracts".

FASB Nº 91: "Recognition of fees by Bank".

FASB nº 162 - B "Accounting for derivative and similar financial instruments and for hedging activities", Junio 1996.

FEE Project on Financial Instruments Draft (octubre), 1996.

FERNANDEZ, Pablo: Bonos convertibles en España. Opciones y valoración de instrumentos financieros. IESE. Barcelona, 1989.

FERNANDEZ, Pablo; PALAU, Jesús: El mercado de opciones. Expansión. Madrid, 1990.

FERNANDEZ, Pablo: "Opciones, futuros e instrumentos derivados". Ediciones Deusto, Bilbao, 1996.

- FERNANDEZ BLANCO, Matilde: *Activos, mercados, opciones y valoración*. Inst. Esp. de Analistas de Inversiones. Instituto OM. S.L., 1991.
- FERNANDEZ IZQUIERDO, A.: "Los mercados de opciones y de futuros financieros". Memoria Bolsa de Valencia 1986. Bolsa Oficial de comercio de Valencia, págs. 24-40, 1986.
- FERNANDEZ IZQUIERDO, A.: "Gestión de riesgos con activos derivados". Universitat Jaume I. Valencia, 1996.
- FERNANDEZ IZQUIERDO, A.; y MENEU FERRER, V.: "Operaciones sobre índices Bursátiles: Una Propuesta". Memoria Bolsa de Valencia 1986. Bolsa Oficial de Comercio de Valencia, págs. 24-36, 1986.
- FERNANDEZ PIRLA, M.L.: "Estrategias empresariales en los mercados financieros internacionales". Instituto de Planificación Contable. Madrid, 1987.
- FERNANDEZ DE TROCONIZ, L.: "Innovaciones en el panorama financiero español: nuevos activos financieros, nuevas entidades, otras posibles reformas". Estudios de Derecho Mercantil y del Sistema Financiero. Valencia, 1984.
- FIGLEWSKI, S.: *Hedging with Financial Futures for Institutional Investors: From Theory to Practice*, Cambridge (Mass.), Ballinger, 1986.
- FIORENTINO, M.: "Guide pratique d'utilisations des options devises", 1987.
- FITZGERALD, M. Desmond: *Financial Options*. Euromoney Publications, 1987.
- FITZGERALD, M. Desmond, LUBOSCHISKY, Catherine, THOMAS, Patrick: "Financial Futures". Euromoney Books, London, 1993.
- FLAVELL R.: *Swaps training manual*, euromoney books, 1991.
- FOLLEVILLE, T. de: "Options: Le marché et ses outils". Analyse Financiere. 2º Trimestre. París, págs. 25 y ss., 1988.

- FONTAINE, P.: "Arbitrage et évaluation internationale des actifs financiers". París, 1988.
- FONT VILLANTA, M.: "Nuevas técnicas financieras: Operaciones SWAP", Esic market. Enero-marzo, págs. 152-174, 1987.
- FORD, David: "Invertir en el mercado de opciones". Folio 1994.
- FOWLE: "New financial instruments other than futures and options and interest and currency swaps". Trabajo presentado al Symposium sobre nuevos instrumentos financieros. OCDE. París, mayo 1988.
- FREIXAS X.: Riesgo de interés y riesgo de crédito en el contrato de swap, Cuadernos de economía y finanzas 1. FEDEA. 1990.
- : Futuros Financieros. Alianza Economía y Finanzas. (1990).
- FRENCH, M.: "SWAPPING Debt-Just Hot Air?" Euromoney. Mayo, págs. 115-122, 1987.
- FREIXAS, Xavier: "Los futuros financieros". Alianza, Madrid. 1990.
- FULLMAN, Scott H.: "Options: a personal seminar". Institute of Finance, New York, 1992.
- FUTURES AND OPTIONS. FACT BOOK". Futures Industry Institute. Washington.
- GALLANT, P.: "The Eurobond Market". 1988.
- GARMAN, M.; KOLHAGEN, S.: "Foreign currency options values", *Journal of International Money and Finance*, Diciembre, págs. 231-237. 1983.
- GASTINEAU, G.L.: "The stock options manual". Mac Graw-Hill. Nueva York. 1988.
- GAUTHIER, N.: "Les nouveaux financiers et leurs instruments", Publi-Unión, París. 1987.
- GAY, G., y KOLB, R.W. (eds.): *Interest Rate Futures: Concepts and Issues*, Richmond, Robert F. Dame, 1982.
- GINER, B.: "Aspectos contables de los contratos de futuros", III Congreso de la AECA, Santander, 1985.

- GOMEZ SALA, J.C. y MARHUENDA, J.: "Cobertura del riesgo de cambio den el mercado español de opciones sobre divisas", *Análisis Financiero*, noviembre, págs. 23-33, 1988.
- GONZALEZ CARBONELL, J.F.; Y WANDEN-BERGHE LOZANO, J.L.: "Convergencias y divergencias en la contabilidad de los contratos de futuros y opciones", V Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. La Manga del Mar Menor (Murcia), septiembre, págs. 877-898, 1989.
- GONZALEZ PASCUAL, Julián, FERRUZ AGUDO, Luis: "Aspectos contables y financieros de las opciones". *Gestión 2000*, Barcelona, 1994.
- GOODFELOW, J.L.: "The evaluation of asset, liabilities and income recognition relating to new financial instruments". Trabajo presentado al Symposium de la OCDE. París, mayo 1988.
- GROUT: "The use of new financial instruments by non-banking enterprises". Trabajo presentado al Symposium sobre los nuevos instrumentos financieros. OCDE. París, mayo, 1988.
- GRONNINGSTATER, E.; MAC NALLY, CH.: "The basis in CBT bond futures, commodity analysis". Goldman Sachs. Noviembre 1980.
- GOSS, B.: "Futures markets: Their establisement and performance". 1986.
- GOURLAQUEN, J.P.: "Les nouveaux instruments financiers", París, 1988.
- GOWLAND, David: *Money, Inflation and Unemployment*. Wheatshear Books Limited, 1985.
- GUIERCE, M.E. de la; BITO, M.C.: "Conseils pratiques sur la gestion d'une portefeuille avec des options". *Analyse Financiere*. París. 2º Trimestre, págs. 54 y ss.
- HAUTEFEUILLE, G.; SUDRY, P.: "Le traitement comptable des options de taux". *Analyse financiere*, París, 2º trimestre, págs. 44 y ss., 1988.

HENDERSON, S.; PEIRON, G.: "A note on accounting and executor y contrats". Abaens. Volumen 20. Nº 1, págs. 96-98, 1987.

HERBST, A.F.: "Commodity futures: Markets, methods of anal. & Management Risk". Nueva York. 1986.

HERNANDEZ HERNANDEZ, F.G.: "Contabilización de las operaciones de futuros: Comentarios al Borrador de Normas del I.C.A.C.". Partida Doble nº 92, Septiembre, 1998.

HULL, John: "Options futures, and other derivates securities". Prentice-Hall, International. London, 1993.

HULL, John: "Introduction to futures and options market". Prentice Hall, 2ª ed., 1995.

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA. Número monográfico dedicado a Mercados de Futuros. Nº 633. Mayo 1986.

INFORME Economía de Europa. Julio. Expansión, 1992.

INFORME del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales. Abril. Expansión, 1992.

INFORME de la OCDE. Junio. Expansión, 1992.

INSTITUTO DE EMPRESA: "Inversión en activos financieros para la banca. Las Empresas". 1985.

INSTITUTO DE EMPRESA: "Operaciones Swap como instrumento para mejorar la financiación". 1985.

INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONOMICOS: "La Reforma de los mercados de divisas". 1988.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD: "Purpose Board Meeting". Barcelona, Agenda Paper 4, septiembre, 1996.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITE: "Contabilización de las inversiones", norma nº 25, 1988.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD COMMITTEE: "Financial Instruments Draft E-48",
Julio 1994.

INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (FMI).

JANE B. Adams. CORLISA, J. MONTESI: "Major issues related to hedge accounting" I.A.S.C.
Marzo, 1995.

JONES, E.T.; y JONES, D.L.: "Hedging foreign exchange". John Wiley and Sons. Appendix
1 (FAS 52 Summary). Accounting for Foreign Currency Transactions. 1987.

JONES, E.P.; MASON, S.P.; y ROSENFELD, E.: "Contingent claims analysis of corporate
capital structures: An empirical investigation". Journal of Finance. Vol. 34. Nº 33,
págs. 611-624, 1984.

KANE, A.; MARCUS, J.: "Conversion factor risk & hedging in the treasury bond futures
market". Journal of Futures Market. Vol. 4, nº 1, 1984.

KAUFMAN, P.J.: The Concise Handbook of Futures Markets, Money Management,
Forecasting, and the Markets, Nueva York, John Wiley & Sons, 1986.

KENNETH H. Shaleen: "Technical analysis & options strategies". Probus, Chicago. 1992.

KESTER, W.C.: "Today's options for tomorrow's growth". Harvard Business Review. Marzo-
abril, págs. 153-160, traducido en Cuadernos Económicos del ICE, Nº 32, 1986/1,
págs. 171-185, 1984.

----- : "An options approach to corporate finance", en ALTMAN, E.I. (ed.): "Handbook of
Corporate Finance", (cap. 5), John Wiley and Sons. New York, págs. 5-3, 1986.

KHOURY, N.; LAROCHE, P.; BRIYS, E.; CROUHY, M.: Options et contrats a terme. Nathan.
Francia, 1990.

KILCOLLIN, T.: "Difference system in financial futures", Journal of Finance. 1982.

- KLEMKOSKY, R.; y RESNICK, B.: "Put-Call parity and market efficiency". *Journal of Finance*. Diciembre, págs. 1141-1155, 1979.
- KOLB, Robert W.: "Options the investor's complete Toolkit". *Institute of Finance*. New York, 1991.
- KOLB, Robert W.: "Understanding futures market". *Institute of Finance*, New York, 1991.
- KOZIOL, Joseph D.: "A handbook for professional futures and options traders". Nueva York. 1987.
- : Hedging. Principles, practices & strategies for the financial markets. Wiley & Sons. New York. USA. 1990.
- KPMG, Peat Marwick: "La contabilización de las operaciones de futuros". Servicio de Estudios, 1995.
- KRITZMAN, Mark: "The Portable financial analyst". Irwin, 1995.
- LA BAUME, C. de: "Gestión du risque de taux d'intérêt". París. 1988.
- LA BAUME, C.H.; y LUCIANI, M.: "La comptabilité des options de change", *La Revue de financier*, número 59. Enero-febrero, págs. 50-55. 1988.
- LABUSZEWSKI, J.W.; NYHOFF, J.E.: "Trading financial futures. Markets, Methods, Strategies, and Tactics". Nueva York. 1988.
- LABUSZEWSKI, J.W.; SINQUEFIELD, J.: "Inside the commodity options Markets", John Wiley & Sons, Nueva York. 1985.
- LADERMAN, M.; FRANK, J.N.: "A New breed of Investor is whipsawing Wall Street". *Busines Week*, septiembre 23, págs. 84-86, 1985.
- LAMOTHE FERNANDEZ, Prosper: "Opciones financieras: un enfoque fundamental". McGraw-Hill, 1993.

- LAMOTHE FERNANDEZ, Prosper, SOLER, José A.: "Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés". McGraw-Hill de Management, 1996.
- LARRAGA, Pablo: Futuros sobre Índice. Cinco Días, 1991.
- LARRIBA DIAZ-ZORITA, A.: "Contabilización de operaciones de futuros y opciones". Partida Doble nº 58. Agosto, 1995.
- LARRIBA DIAZ-ZORITA, A.: "Los nuevos instrumentos financieros y el análisis contable". Partida Doble nº 92, Septiembre 1998.
- LE BIHAN, F.: "Les placements de la trésorerie d'entreprise". París, 1988.
- LEDERMAN, Jess & KLEIN, Robert A.: "Financial Engineering with derivatives", 1995.
- LELAND, H.: "Option pricing and replication with transaction costs". Journal of Finance. Diciembre, págs. 1283-1301, 1985.
- LEVASSEUR, M.; SIMON, Y.: "Les marchés de capitaux: options et nouveaux contracts á terme". Dalloz, París. 1987.
- LICHTENSZTEIN, Samuel: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. Nueva Sociedad, 1986.
- LINDE, Luis M.: *La crisis del sistema monetario europeo*. Cinco Días, 1992.
- LOMAX, D.F.: "The importance of new financial instruments for activities of banks". Trabajo presentado en el Symposium de la OCDE sobre nuevos instrumentos financieros de la OCDE. París. 1988.
- LOMBARD, O.: "La nouvelle gestion des taux futurs". Revue Francaise de Gestion nº 59. París. Septiembre-octubre, págs. 62 y ss., 1986.
- LOMBARD, O.; MARTEAU, D.: "Les options de change". Eska. París, 1986.
- LOOSIGIAN, A.M.: Foreign Exchange Futures, Homewood (Ill.), Dow Jones-Irwin, 1982.

- LOOSIGIAN, A.M.: Interest Rate Futures. A Market Guide for Hedger and Speculators, Homewood (Ill), Dow Jones-Irwin, 1980.
- LOPEZ DOMINGUEZ, I.: "Cobertura de riesgos de interés y de cambio", Inst. Sup. Técnicas y Prácticas Bancarias, 1995.
- LUBOCHINSKY, C.;MARTEAU, D.: "Les marches á terme d'instruments financiers". Eska. París, 1986.
- LUSKIN, Donald L.: Index options & futures. Wiley & Sons. New York. USA, 1987.
- MADRID PARRA, Agustín: "Contratos y mercados de futuros y opciones". Tecnos, Madrid, 1994.
- MANAGED FUTURES: A REFERENCE GUIDE FOR INSTITUTIONAL INVESTORS". Chicago Mercantile Exchange. Chicago, CME, 1993.
- MARSHALL, John F.: Furutes and option contracting. South-Western Publishing Co. Chicago. USA, 1989.
- MARTEAU, D.: "A propos de quelque idées reçues su le MATIF". Revue Francaise de Gestion. París. Nº 59, septiembre-octubre, págs. 56 y ss., 1986.
- MARTINEZ ABASCAL, Eduardo: "Futuros y opciones en la gestión de carteras", McGraw-Hill, DL. Madrid, 1993.
- MASCAREÑAS, J.: "Activos y Mercados Financieros", Pirámides, 1995.
- MASON, S.P. y MERTON, R.C.: "The role of contingent claims analysis in corporate finance", en ALTMAN, E.I. (edit.); "Recent Advances in Corporate Finance". Irwin. Homenwood, Illinois, págs. 7-54, 1985.
- McDONALD, R.L. y SIEGEL, D.R.: "Options and the valuation of risky projects". Boston University. 1981.

- McMILLAN, Lawrence G.: "Options as a strategic investment". New York Institute of Finance, New York, 1993.
- MEFF RV: "Manual de Opciones y Futuros". Revista Inversión, Madrid, 1995.
- MEISNER, J.; LABUSZESKI, J.: "Treasury bond futures Delivery Bias". Journal of Futures Market. Vol. 4. Nº 4, 1984.
- MERTON, R.C.: "Theory of rational option pricing". Bell Journal of Economics and Management Science, 4 traducido en Cuadernos Económicos del ICE. Nº 32, 1986.
- MERRICK, John: "Financial futures markets: structure, pricing and practice". Harper & Row, New York, 1990.
- MERRIL LYNCH: Instituto de Empresa. El uso de los futuros financieros para la Banca y las grandes empresas españolas. Madrid, Instituto de Empresa, 1982.
- MERTON, H. MILLER: "Innovación y volatilidad en los mercados financieros". Colegio de Economistas de Madrid, 1994.
- METZ, R.: "Off balance sheet finance", 1985.
- MIRON P. y SWANNELL P.: Pricing and hedging swaps, euromoney books, 1991.
- MODEST, D.M.; SUNDARESAN, M.: "The relationship between spot and futures prices in stock index futures markets: Some preliminary evidence". Working Paper Series. Center for the Study of Futures Markets. Columbia Business School. Working Paper CSFM-15. Noviembre 1982.
- MURPHY, John J.: Análisis técnico de los mercados de futuros, una guía completa de métodos operativos y aplicación en Bolsa. Gesmovasa, 1986.
- NATENBERG, Sheldon: "Option volatility and pricing advanced trading strategies and techniques". Probus Publishing Company, Chicago, 1994.

NEW YORK INSTITUTE OF INANCE (NYIF): Futures: A Personal Seminar, Nueva York, NYIF, 1989.

NUEVOS productos financieros. Revista del I.E.E. Nº 2, 1986.

OCDE: "New financial instruments. Disclosure and accounting", París, 1988.

O'DEA, C.: "The delivery Game". Intermaket, abril 1985.

ONTIVEROS, E., BERGES, A.: "Gestión financiera del riesgo de cambio de la empresa" ICE. Madrid, 1983.

----- : "Mercados de futuros en instrumentos financieros". Pirámide, Madrid, 1984.

ONTIVEROS E., BERGES A., MANZANO D. y VALERO, F.J.: Mercados financieros internacionales, Espasa Calpe, Biblioteca de Economía, serie manuales, 1990.

ODIZ, G.: "Marches d'instruments financiers évaluation d'une evolution". Revue Francaise de Comptabilité Nº 59. París, septiembre-octubre, págs. 41 y ss., 1986.

PALAO GARCIA-SUELTO, J.L.: "Tratamiento contable de las operaciones SWAPS" en Las operaciones SWAP como instrumento para mejorar la financiación de la empresa. Jornadas del Instituto de Empresa, 13 y 14 de marzo, págs. 183-195, 1985.

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA: "Innovación financiera". Suplementos sobre el Sistema Financiero, Nº 21, 1988.

PELLICI, G.: "Il parabancario e l'innovazione finanziaria: Aspetti giuridici dell'emissione di titoli atipici", Milán, 1983.

PEYRARD, J.: "Gestión de trésorerie internationale". París. 1988.

PHILADELPHIASTOCK EXCHANGE Y ARTHUR ANDERSEN and Co: "Tax and accounting considerations". Philadelphia. Pennsylvania, 1983.

- PIERMAY, M.; LOREE, D.: "Les Premieres consequences de apparition a Paris del Marches d'options sur le comportement des gestionnaires et des operateurs". Analyse Financiere. París, 2º Trimestres, págs. 31 y ss., 1988.
- PITTS, M.; FABOZZI, F.J.: "Interest rate futures and options", 1988.
- POWERS, M.J. y VOGEL, D.: Inside the Financial Futures Markets, Nueva York, John Wiley & Sons, 1984.
- PRINDL, A.J.: "El riesgo de tipo de cambio: gestión financiera internacional", Hispano Europea, Barcelona, 1981.
- RAMASWAMY, K.; SUNDARESAN, S.M.: "The evaluation of options on futures contracts". Journal of Finance 19, págs. 1319-1340, 1985.
- RAVI E. Dattatreya: "Swaps sobre tipos de interés y sobre divisas", Gesmovasa, 1995.
- REBELL, A.; GORDON, G.: "Financial futures and investment strategy". Dow Jones-Irwin, EE.UU., 1992.
- RECENT Developments in External Debt Reestructuring. FMI. Ocassional Paper nº 40, 1985.
- RECENT Innovations in International Banking. Bank of International Settlements. Basilea, 1986.
- REDHEAD, Keith: Introduction to financial futures and options. Woodhead-Faulkner, 1990.
- REQUEJO, Jaime: Introducción a la Balanza de Pagos. Edi. Tecnos, 1987.
- RESNICK, B.: "The relationship between futures prices for U.S." Treasury Bonds. CSFM. Columbia Busines School, Nº 39, octubre 1982.
- REVUE FRANCAISE DE GESTION: "Dossier nouveaux instruments financiers: Gerer le Risque de Foux d'intérêt". Revue Francaise de Gestion Nº 59. París, septiembre-octubre, págs. 39 y ss., 1986.
- RIEHL, H.: "Mercados de divisas y mercados de dinero. Operaciones de monedas". 1985.

- ROSENTHAL, J.: OCAMPO, J.: "Securitization of credit. Inside the New Technology of Finance", 1988.
- ROSS, S.; INGERSOLL, J.; COX, J.: "The Relation between forward prices and Futures prices". CSFM Columbia Business School, mayo, 1981.
- ROTHSTEIN, N. H. Y LITTLE, J.M. (eds.): The Handbook of Financial Futures. A Guide for Investors and Professional Financial Managers, Nueva York, McGraw-Hill, 1984.
- ROURE, F.: "Les mecanismes de MATIF", París, 1988.
- RUBINSTEIN, M.: "Alternative paths to portfolio insurance". Financial Analysts Journal. Julio-agosto, págs. 42-45, 1985.
- RUBINSTEIN, M.; LELAND, H.: Replicating options with positions in stocks and cash. Financial Analyst Journal. Julio-agosto, págs. 63-72, 1981.
- SANCHEZ FERNANDEZ-VALDERRAMA, J.L.; WANDEN-BERGHE, J.L.; GONZALEZ, J.F.: Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros opciones. Futuros y Swaps. I.C.A.C., 1992.
- SANCHEZ FERNANDEZ-VALDERRAMA, J.L.; GONZALEZ CARBONEL, J.: WANDEN BERGHE, J.L.: "La innovación financiera y las operaciones fuera de balance". Actualidad financiera, Nº 2, julio 1989.
- SANCHEZ FERNANDEZ-VALDERRAMA, J.L.: "Valoración y liquidación de los nuevos instrumentos financieros. Colisión con los principios contables". Partida Doble nº 58, Agosto, 1995.
- SANZ MEDRANO, B.: Dificultades y posibilidades de la Política Monetaria. Papeles de Economía nº 30, 1987.
- SARSA LOPEZ, Domingo: "Manual de Derivados Financieros para las PYMES". Vicens Vives, Barcelona, 1994.

- SCHERK, W.: "Viabilidad de un mercado español de futuros financieros". Estrategia Financiera, N° 36, pág. 17, 1988.
- SCOTT, David L.: "Understanding and managing investment: risk & return". McGraw-Hill Book Company, D.L., London, 1990.
- SEBASTIAN, P.: "Street fight, linked deals in stocks and futures contracts roil prices, critics say". Wall Street Journal, octubre 1985.
- SIEGEL, Daniel R., SIEGEL, Diane F.: "The futures markets: arbitrage, risk management and portfolio strategies". MacGraw-Hill Book Company, London, 1990.
- SINGLETON, J.; GRIEVES, R.: "Syntetic puts and portfolio Insurance strategies". The Journal of Portfolio Management. Primavera, págs. 63-69, 1984.
- SOLDEVILLA, Emilio: Opciones y Futuros sobre tipos de interés a corto plazo. Pirámide.
- SOLE VILLALONGA, G.: "Los nuevos activos financieros", Madrid, 1983.
- SOLNIK, B.: International Investments, Reading (Mass.), Addison-Wesley, 1988.
- SOOD, A.: "SWAP out of dollars and get head". Eurmoney. Mayo, págs. 271-274, 1987.
- SOUFI, Samer: "Los mercados de futuros y opciones: estrategias para ganar". Pirámide, D.L., Madrid, 1994.
- STEIN, J.L.: The Economics of Futures Markets, Orford, Basil Blackwell, 1987.
- STEINBECK G., y ERICKSON, R.: The Futures Markets Dictionary, Nueva York, NYIF, 1988.
- STEWART, J.E.; NEUHAUSEN, B.S.: "Financial instruments and transactions: the CPA'S newest challenge". Journal of Accountancy. Agosto, págs. 102-112, 1986.
- STILLIT, D.: "Calls coming through Lond and clair for kleinwort". Euromoney Corporate Finance. Mayo, págs. 22-25, 1987.

- STOLL, H.R.; WHALEY, R.E.: "Expiration day effects of index options and futures". Estudio encargado para la American Stock Exchange, Chicago Board Options Exchange, New York Stock Exchange, Pacific Stock Exchange, Philadelphia stock Exchange, y la National Association fo Securities Dealers. Marzo. 1986.
- STOLL, H.R.; WHALEY, R.E.: "Futures and options: theory and applications". South Western Publishing, Cincinnati, 1993.
- SUTCLIFFE, Charles M.S.: "Stock Index Futures". Chapman & Hall, 1993.
- SUTTON, W.: "The Currency options handbook. Cambridge. 1988.
- TEWELES, R.J., y JONES, F.J.: The Futures Game, Nueva York, McGraw-Hill, 1987.
- THE NATIONALITY Structure of the International Banking market and the Role of Interbank Operations, Banco Internacional de Pagos 10.5, 1985.
- THOMSETT, Michael C.: Getting Started in options. John Wiley & Sons, 1989.
- TIPOS de interés en España y en la CE. Julio, Expansión, 1992.
- TORNABELL CARRIO, R.: "Innovaciones financieras: SWAPS y CAPS". Información Comercial Española. Enero, págs. 99-110, 1986.
- TOLLOS, F. de los: "Del quien, como, cuando y dónde de las coberturas". Información Comercial Española. Nº 633, mayo, pág. 8, 1988.
- TOULEMONDE, D.: "Marches des futures: Principes de fonctionnement". Revue Francaise de Gestion. París, Nº 59, septiembre-octubre, págs. 67 y ss., 1986.
- TRESTER, Henneth R.: "The compleat option player". S.I. Institue for Options Research, 1992.
- TWEEDIE, D.; KELLAS, J.: "Off balance sheet financing". Accountancy, abril, págs. 91-95, 1987.
- UGARTE PASTOR, J.: "Futuros y opciones financieras". Boletín de Estudios Económicos. Vol. XLII, Nº 132, diciembre, págs. 523-551, 1987.

VALERO LOPEZ, Francisco J.: Opciones en instrumentos financieros. Ariel Economía. Gesmosa, 1988.

VARIOS: Contratos de futuros. Situación/BBV, 1990-1994.

VARIOS AUTORES: "Les marchés à terme d'instruments financiers". Gestión Económica. París, 1987.

VARIOS-ICE: Cuadernos económicos de ICE nº 32. Teoría de valoración de opciones y finanzas de empresa. Información Comercial Española, 1986.

VARIOS-ICE: Cuadernos económicos de ICE nº 42. Desarrollos recientes de la teoría financiera. Información Comercial Española, 1989-1992.

VEALE, S.R.: "Stocks, bonds, options, futures, investments and their markets". New York Institute of Finance. Nueva York, 1987.

VICENTE MENEV, Eliseo Navarro, BARREIRA, M^a Teresa. Análisis y gestión del riesgo de interés. Ariel.

VIDAL RIBAS, E.: Mercados de futuros financieros, Universidad de Barcelona, 1985.

VIÑALES, J. y VERGES, A.: "Innovación financiera e inversión". Comunicación presentada a las III Jornadas de Economía de Alicante. Octubre 1988.

WEETMAN, P.: "Off-Balance sheet finance: The Quest for and accounting solution". The Investment Analyst Nº 89. Julio-agosto, págs. 4 y ss.

WHALEY, R.E.: "Valuation of american futures options: Theory and emmpirical test". Journal of Finance, págs. 127-150, 1986.

WHALEY, R.E.: "Option on future contracts: Theory and Empirical Evidence". Papeles de Trabajo. University of Chicago, 1986.

WILLIAMS, J.: The Economic Function of Futures Markets, Cabridge, CUP, 1986.

WONG, M. Antony: Trading and Investing in bond options. Wiley Finance Edition, 1991.

YEUTTER, C.: "Repercusiones de los mercados de futuros en la economía mundial". Papeles de Economía, N° 19, págs. 61-68, 1984.

YOUNG, A.: "Merges and Acquisitions Newsletter", N° 4, enero 1988.